

**ESCUELA POLITECNICA DEL EJÉRCITO**



**DIRECCION DE POSTGRADO**

**VALORACION DE LA EMPRESA IGLESIAS TAPIA CIA. LTDA.**

**POR:**

**FABRICIO MARCELO CRUZ ESPINOSA**

**MOISES ARQUIMIDES REZA SUAREZ**

**Proyecto presentado como requisito para la obtención del grado de:**

**MAGISTER EN FINANZAS EMPRESARIALES**

**AÑO 2013**

## CERTIFICACIÓN

Certifico que el presente trabajo fue realizado en su totalidad por los Señores FABRICIO MARCELO CRUZ ESPINOSA y MOISÉS ARQUÍMIDES REZA SUÁREZ como requerimiento parcial a la obtención del Título de MAGISTER EN FINANZAS EMPRESARIALES.

Quito, 15 de agosto del 2013

---

**Eco. Bolívar Cruz**  
DIRECTOR DEL PROYECTO

## **AUTORÍA DE RESPONSABILIDAD**

Nosotros, **Fabricio Marcelo Cruz Espinosa y Moisés Arquímedes Reza Suárez**, declaramos bajo juramento que el trabajo desarrollado a través del presente documento es de nuestra autoría, que no ha sido presentado para ningún grado ni calificación profesional, y que las referencias bibliográficas que se citan fueron efectivamente por nosotros consultadas.

Por medio de la presente declaración cedemos nuestros derechos de propiedad intelectual correspondientes a este trabajo, a la Escuela Politécnica del Ejército, según lo establecido por la Ley de Propiedad Intelectual, por su Reglamento y por la normatividad institucional vigente.

---

**Fabricio Marcelo Cruz Espinosa**

---

**Moisés Arquímedes Reza Suárez**

## **AUTORIZACIÓN**

Nosotros, **Fabricio Marcelo Cruz Espinosa y Moisés Arquímedes Reza Suárez**, autorizamos a la Escuela Superior Politécnica del Ejército para que el presente proyecto cuyo tema es VALORACION DE LA EMPRESA IGLESIAS TAPIA CIA. LTDA., sea publicado en la biblioteca virtual.

---

**Fabricio Marcelo Cruz Espinosa**

---

**Moisés Arquímedes Reza Suárez**

## **AGRADECIMIENTO**

Nuestro especial agradecimiento va dirigido a nuestro Director de Tesis, Economista Bolívar Cruz, por todo el apoyo y experiencia brindados para el desarrollo del presente proyecto así como para la compañía Iglesias Tapia Cía. Ltda. por haber confiado en nuestro trabajo.

Nuestro agradecimiento también va hacia nuestros maestros de la ESPE quienes nos dedicaron gran parte de su tiempo y nos guiaron en el camino del aprendizaje para hacer de nosotros mejores personas y profesionales, útiles para nuestra sociedad; muchas gracias a cada uno de ellos.

A nuestras familias por sus desvelos y preocupación, por ser nuestros amigos incondicionales, ya que fueron ellos quienes nos dieron la mano y nos animaron a seguir adelante.

A nuestros compañeros los mejores y más gratos recuerdos, las experiencias más entretenidas. Luchemos por nuestras metas e ideales para juntos construir un mejor Ecuador.

**Fabricio & Moisés**

## INDICE

Capítulo 1: Análisis situacional de la empresa .....	1
1.1. Reseña Histórica .....	1
1.2. Base Legal de la Empresa.....	3
1.2.1. Estructura Accionaria y Administrativa .....	3
1.2.2. Productos que comercializa .....	4
1.2.3. Organigrama Estructural .....	4
1.2.3.1. Descripción de Funciones .....	5
1.2.3.2. Talento Humano .....	7
1.2.3.3. Sistema Administrativo Contable y Operativo .....	8
1.2.4. Cumplimiento de Ordenanzas de los Entes de Control .....	9
1.2.4.1 .Superintendencia de Compañías .....	9
1.2.4.2. Municipio del Distrito Metropolitano de Quito .....	10
1.2.4.3. IESS .....	10
1.2.4.4. Cuerpo de Bomberos .....	10
1.2.5. Ubicación e Infraestructura de la Empresa .....	10
1.2.5.1. Infraestructura .....	11
1.2.5.2. Planos Estructurales Andes Gas .....	12
1.2.5.3. Características Físicas del Lote de Terreno .....	12
1.2.5.4. Area de despacho de combustible .....	14

1.2.5.4.1. Distribución de Surtidores .....	15
1.2.5.4.2. Area de descarga de tanqueros .....	15
1.2.6. Seguridad e Higiene Industrial .....	16
1.2.6.1. Equipo contra incendios .....	16
1.2.6.2. Sistema eléctrico .....	16
1.2.6.3. Sistema de Iluminación .....	17
1.2.6.4. Sistema de agua potable y aguas servidas .....	17
1.2.6.5. Sistema de recolección de aguas hidrocarburadas y fluviales .....	17
1.2.6.6 El Transporte de los combustibles.....	18
1.3. Entorno Empresarial .....	19
1.3.1. Aspectos internos.....	19
1.3.2. Principios y valores Institucionales .....	19
1.3.3. Misión .....	19
1.3.4. Visión .....	19
1.3.5. Objetivo Estratégico .....	20
1.4. Análisis del Macro entorno .....	20
1.4.1 Riesgo País. ....	21
1.4.2. Producto Interno Bruto .....	22
1.4.3. Balanza Comercial.....	22
1.4.4. Tasas de Interés .....	24

1.4.5. Evolución del Volumen de Crédito por segmento .....	26
1.4.6. Inflación.....	28
1.4.7. Empleo.....	29
1.5. Análisis Micro Entorno .....	30
1.5.1. Propuesta de valor por cada perspectiva.....	30
1.5.1.1. Propuesta de valor para los accionistas .....	31
1.5.1.2. Propuesta de valor para los clientes.....	32
1.6. Análisis de los Balances .....	32
1.6.1. Análisis Vertical .....	34
1.6.1.1. Análisis Vertical del Estado de Situación Financiera.....	34
1.6.1.2. Análisis Vertical del Estado de Resultados .....	36
1.6.2 Análisis Horizontal .....	38
1.6.2.1 Análisis Horizontal del Estado de Situación Financiera .....	38
1.6.2.2. Análisis Horizontal del Estado de Resultados.....	41
1.7. Análisis de los indicadores .....	43
1.7.1. Indicador de Liquidez .....	44
1.7.1.1. Liquidez Corriente .....	44
1.7.1.2. Prueba Acida .....	45
1.7.2. Indicador de Endeudamiento – Solvencia .....	45
1.7.2.1. Endeudamiento frente al activo .....	46



1.7.2.2. Endeudamiento frente al Patrimonio .....	47
1.7.3. Indicadores de Eficiencia y Gestión .....	48
1.7.3.1 Periodo medio de cobranza .....	49
1.7.3.2 Periodo de inmovilización de inventario .....	49
1.7.3.3 Rotación de ventas sobre el activo total .....	50
1.7.3.4 Periodo medio de pago .....	51
1.7.3.5 Impacto gastos administrativos y de ventas .....	52
1.7.3.6 Impacto carga financiera .....	53
1.7.4 Indicadores de rentabilidad .....	54
1.7.4.1 Rentabilidad Neta del Activo ( Análisis Dupont) .....	54
1.7.4.2 Margen Bruto .....	55
1.7.4.3 Margen Operacional .....	56
1.7.4.4 Rentabilidad Neta sobre patrimonio .....	57
1.7.4.5 Rentabilidad Neta de Ventas ( Margen Neto) .....	58
1.7.5 Comparativo de Índices con los promedios de la industria .....	59
Capítulo 2: Métodos de valoración de Empresas .....	61
2.1. Introducción a la Valoración de Empresas .....	61
2.2. Objetivos de la Valoración .....	62
2.2.1. Razones Internas.....	62
2.2.2. Razones Externas .....	63

2.2.2.1. Transmisión de Propiedad .....	63
2.2.2.2. Buy –Out y Buy – In .....	63
2.2.2.3. Fusiones y Adquisiciones .....	64
2.3. Clasificación General de los Métodos de Valoración .....	65
2.3.1. Método Simple .....	66
2.3.1.1. Métodos Estáticos .....	66
2.3.1.1.1. Método Valor Contable .....	67
2.3.1.1.2. Método Activo Neto Real .....	68
2.3.1.1.3. Método del Valor Sustancial o Valor de Reposición .....	71
2.3.1.1.4. Método del Valor de Liquidación .....	73
2.3.1.1.5. Método del Valor de los Intangibles .....	75
2.3.1.1.5.1. Definición de los Activos Intangibles .....	76
2.3.1.1.5.2. Criterio de valoración de un activo intangible .....	80
2.3.1.1.5.3. Criterio de Independencia .....	80
2.3.1.1.5.4. Protección Activos Intangibles .....	81
2.3.1.1.5.5. Durabilidad .....	82
2.3.1.2. Método Dinámico .....	82
2.3.1.2.1. Parámetros de los Métodos Dinámicos .....	85
2.3.1.2.2. Método del Descuento de Flujos de Caja Libre .....	87
2.3.1.2.3. Método Descuento de Flujos Disponibles para los Accionistas .....	91

2.3.1.2.4. Método Descuento de Flujos de Caja de Capital .....	92
2.3.1.2.5. Beneficios Descontados .....	93
2.3.1.2.6. Ajustes Present Value .....	95
2.3.2. Métodos compuestos .....	98
2.3.2.1. Mixtos: Estáticos y Dinámicos .....	100
2.3.2.1.1. Método de Valoración Clásico .....	100
2.3.2.1.2. Método Mixto indirecto o de los Prácticos .....	101
2.3.2.1.3. Método de Stuttgart .....	103
2.3.2.1.4. Método Directo o de los Anglosajones .....	105
2.3.3. Nuevos Métodos de Valoración .....	107
2.3.3.1. Método de Creación de Valor .....	108
2.3.3.2. Método del Valor Económico añadido .....	108
2.3.3.3. Método del Beneficio económico .....	110
2.3.4. Otros métodos .....	111
2.3.4.1. Método del Price Earning Ratio .....	111
2.3.4.2. Método de los Dividendos .....	114
Capítulo 3: Valoración de la Compañía Iglesias Tapia Cía. Ltda. ....	116
3.1. Valoración según el Método del Valor Contable .....	116
3.2. Valoración según el Método del Activo Neto Real ( ajustado).....	118
3.2.1. Realizar los Avalúos de Propiedad Planta y Equipo .....	119

3.2.2. Analizar otras partidas del Balance que deban ajustarse .....	128
3.2.3. Obtener los Valores a ser Ajustados .....	128
3.2.3.1. Avalúo del Terreno y Construcciones .....	128
3.2.3.2. Avalúo de otros elementos de Propiedad Planta y Equipos .....	129
3.2.3.3. Valoración de los Equipos – Sistemas de Distribución .....	129
3.2.3.4. Valoración de los Equipos - Dispensadores .....	130
3.2.3.5. Valoración de los Equipos - Tanques y accesorios .....	130
3.2.4. Obtener saldos de Activos y Pasivos Ajustados .....	131
3.2.5. Diferencia entre Activos y Pasivos Ajustados - Valoración de Empresa .....	131
3.3. Valoración según el Método de Descuento del Flujo de Caja Libre .....	132
3.3.1. Proyección de Ventas .....	134
3.3.1.1. Premisas de Proyección de las Ventas .....	137
3.3.2. Proyección de Costos y Gastos.....	140
3.3.3. Proyección del Estado de Resultados .....	141
3.3.4. Proyección de la Depreciación y Amortización de la Deuda .....	141
3.3.5. Proyección del Balance General.....	142
3.3.6. La Tasa de Descuento WACC .....	143
3.3.6.1. Variables en la Determinación del WACC .....	144
3.3.6.2. Cálculo WACC Actual .....	152
3.3.7. Proyección de los Flujos de Caja Libres .....	153

3.3.8. Valoración de Iglesias Tapia: Método del Descuento de Flujos de Caja Libres..	157
3.4. Análisis de los resultados .....	160
Capítulo 4: Conclusiones y Recomendaciones .....	163
4.1. Conclusiones .....	163
4.2. Recomendaciones .....	165
4.3 Referencias .....	166

## Lista de Cuadros

<i>CUADRO N° 1</i> Aumento de Capital y Composición Accionarial Actual.....	2
<i>CUADRO N° 2.</i> Nivel Gerencial .....	4
<i>CUADRO N° 3.</i> Tipo de terreno .....	12
<i>CUADRO N° 4.</i> Área de construcción.....	13
<i>CUADRO N° 5.</i> Materiales y acabados .....	13
<i>CUADRO N° 6.</i> Riego País .....	21
<i>CUADRO N° 7.</i> Tasas de Interés Referenciales .....	25
<i>CUADRO N° 8</i> Composición de la Cartera en el Sistema Financiero .....	26
<i>CUADRO N° 9</i> Propuesta de valor para los accionistas.....	31
<i>CUADRO N° 10</i> Propuesta de valor para los clientes .....	32
<i>CUADRO N° 11</i> Análisis Vertical del Balance General .....	34
<i>CUADRO N° 12</i> Análisis Vertical del Estado de Resultados .....	37
<i>CUADRO N° 13</i> Análisis Horizontal del Estado de Situación Financiera .....	39
<i>CUADRO N° 14</i> Análisis Horizontal del Estado de Resultados .....	41
<i>CUADRO N° 15</i> Comparativo Índices Iglesias Tapia vs Promedio Industria .....	60
<i>CUADRO N° 16</i> Clasificación General de los métodos de valoración .....	65
<i>CUADRO N° 17</i> Relación entre Flujos de Fondos vs Tasa de Dcto Aplicable .....	84
<i>CUADRO N° 18</i> Esquema del Flujo de Caja Libre .....	89
<i>CUADRO N° 19</i> Esquema Flujo disponible accionistas .....	91

<i>CUADRO N° 20</i> Ventajas y Desventajas del Método APV .....	97
<i>CUADRO N° 21</i> Cifras al cierre contable 2012 .....	117
<i>CUADRO N° 22</i> Características del Terreno para ser Avaluado .....	120
<i>CUADRO N° 23</i> Datos de Identificación del avalúo.....	121
<i>CUADRO N° 24</i> Infraestructura, servicios básicos y equipamiento .....	122
<i>CUADRO N° 25</i> Identificación Predial, Legal y Ubicaciones .....	123
<i>CUADRO N° 26</i> Características del inmueble .....	124
<i>CUADRO N° 27</i> Avalúo del Terreno .....	126
<i>CUADRO N° 28</i> Avalúo de la Construcción .....	128
<i>CUADRO N° 29</i> Resumen del Avalúo de Terreno y Construcciones .....	129
<i>CUADRO N° 30</i> Resumen del Avalúo de Maquinaria.....	129
<i>CUADRO N° 31</i> Activos valorados por grupo vs Valores Ajustados según Avalúo...	130
<i>CUADRO N° 32</i> Saldos históricos y saldos ajustados.....	131
<i>CUADRO N° 33</i> Valoración de la empresa por Método del Activo Neto Real.....	132
<i>CUADRO N° 34</i> Ventas mensuales históricas del 2010 al 2012.....	136
<i>CUADRO N° 35</i> Proyección de Ventas para los años 2013 al 2017 .....	138
<i>CUADRO N° 36</i> Premisas de Proyección – Porcentaje de las Ventas .....	140
<i>CUADRO N° 37</i> Proyección del Estado de Resultados.....	141
<i>CUADRO N° 38</i> Proyección del Balance General años 2013 al 2017 .....	143
<i>CUADRO N° 39</i> Betas desapalancados por industria.....	146

<i>CUADRO N° 40</i> Carga impositiva real en Ecuador .....	147
<i>CUADRO N° 41</i> Tasa Libre de Riesgo y Riesgo de Mercado .....	149
<i>CUADRO N° 42</i> EMBI del Ecuador .....	151
<i>CUADRO N° 43</i> Costo promedio de la deuda bancaria .....	151
<i>CUADRO N° 44</i> Resumen de variables para determinar el WACC .....	152
<i>CUADRO N° 45</i> Determinación del WACC actual .....	153
<i>CUADRO N° 46</i> Estados de Resultados y Utilidad Neta Proyectados.....	154
<i>CUADRO N° 47</i> Generación Operativa Bruta.....	154
<i>CUADRO N° 48</i> Flujo de Caja Libre .....	155
<i>CUADRO N° 49</i> Escudo Fiscal .....	155
<i>CUADRO N° 50</i> Valor presente de flujos proyectados y escudo fiscal .....	156
<i>CUADRO N° 51</i> Valoración Global y Participación Minoritaria.....	158
<i>CUADRO N° 52</i> Valor de Iglesias Tapia por el Método del Descuento de Flujos de Caja Libre .....	159



## Lista de Gráficas

<i>GRAFICA N° 1.</i> Organigrama Estructural .....	4
<i>GRAFICA N° 2</i> Estación de Servicio y Ubicación Geográfica .....	10
<i>GRAFICA N° 3</i> Planos estructurales .....	12
<i>GRAFICA N° 4.</i> Producto Interno Bruto PIB .....	22
<i>GRAFICA N° 5.</i> Balanza Comercial Ecuador .....	23
<i>GRAFICA N° 6.</i> Evolución del volumen de crédito y la TEA .....	27
<i>GRAFICA N° 7.</i> Cartera por Vencer del Sistema Financiero .....	27
<i>GRAFICA N° 8.</i> Evolución de la inflación .....	28
<i>GRAFICA N° 9.</i> Variación de la demanda laboral .....	29
<i>GRAFICA N° 10.</i> Pasivo corriente vs Pasivo no corriente 2010 a 2012 .....	36
<i>GRAFICA N° 11.</i> Tendencia de la utilidad Neta 2010 a 2012. ....	38
<i>GRAFICA N° 12.</i> Pasos para la aplicación del Método de Reposición.....	72
<i>GRAFICA N° 13.</i> Resultado de la aplicación del Método Contable. ....	118
<i>GRAFICA N° 14.</i> Pasos para la Aplicación del Método del Activo Neto Real.....	119
<i>GRAFICA N° 15</i> Procedimiento para el Método del Descuento de Flujos Caja Libre.	133
<i>GRAFICA N° 16.</i> Procedimiento para la determinación del WACC. ....	144
<i>GRAFICA N° 17.</i> Tasa libre de Riesgo. ....	148
<i>GRAFICA N° 18.</i> Comparativo de Valoración Global por Métodos Aplicados .....	161
<i>GRAFICA N° 19.</i> Piso y Techo de la Participación Minoritaria.....	162

## PRESENTACIÓN

La valoración de empresas busca la cuantificación, en una unidad de medida homogénea, de los elementos que conforman el patrimonio de una empresa, de su actividad y de su potencialidad. El resultado final es la estimación del valor de la empresa. El proceso de valoración nos obliga a la investigación de las cualidades económicas más importantes de los bienes objeto de valoración que condicionan o pueden condicionar su valor.

Las negociaciones en que se valoran empresas consisten normalmente en traspasar la propiedad de la totalidad o parte de un negocio o del capital o en el cambio de titularidad de las acciones de una compañía. La compra o venta de acciones puede implicar la toma o pérdida de control en la empresa y la potestad de disponer de los bienes y negocios, que nuevamente tendrán que ser valorados (tasación o peritación) para transmitirlos o traspasarlos respectivamente. Así pues, nos encontraremos con dos tipos de valoración con distinta problemática: la de los pasivos y la de los activos de la empresa.

La bibliografía disponible en la actualidad relaciona el valor de la empresa con cuatro aspectos fundamentales: Los objetivos de la empresa, la estructura financiera, la política de dividendos y, más recientemente, el tamaño.

Nuestro proyecto está enfocado a la realización de un análisis de la situación financiera actual de la compañía Iglesias Tapia Cia. Ltda., para luego profundizar en el estudio de métodos de valoración que sean aplicables a negocios en marcha, como es el caso de esta compañía, teniendo presente que es posible pronosticar los ingresos futuros.

## RESUMEN

A raíz de las reformas a la Ley de Hidrocarburos suscitadas en el año 1994, se conformaron las comercializadoras de derivados de petróleo, las mismas que para desarrollar normalmente sus actividades en el país deben estar legalmente calificadas por la Dirección Nacional de Hidrocarburos, (DNH), tienen un contrato suscrito con EP PETROCOMERCIAL - ABASTECEDORA y, la comercialización de los combustibles en el país lo realizan bajo su responsabilidad a través de una red de estaciones de servicio propios y/o afiliadas. La empresa IGLESIAS TAPIA CIA. LTDA está ubicada en la Av. Simón Bolívar (Nueva vía Oriental Lote No. 2) en el sector de Miravalle, ubicado en el sector Sur Oriental del Cantón Quito, en un sector de gran afluencia vehicular y beneficiándose de una gran marca como la que hoy en día representa EP PETROECUADOR, marca que en la región sierra se encuentra bien posicionada. El haber aceptado sus accionistas invertir en éste gran reto, que es el construir una Mega estación para comercialización de combustibles, involucra que día a día quienes administran y colaboran en ella entreguen el mejor de los esfuerzos. Para el presente proyecto, que está enfocado en determinar la valoración de la empresa Iglesias Tapia Cía. Ltda., se realizará un análisis individualizado y global de los principales métodos de valoración de empresas sustentados por la bibliografía financiera que soporta nuestro proyecto, y se escogerán los más aceptados. Se profundizará en tres métodos de valoración que existen actualmente y que han demostrado ser los más útiles al momento de determinar la valoración de la empresa y sus acciones. El conocer el valor de la empresa Iglesias Tapia Cía. Ltda. así como sus acciones servirá como una herramienta eficaz al momento incursionar en la recompra de acciones, lo cual actualmente es de vital interés de los accionistas

mayoritarios. Para la aplicación de los conocimientos adquiridos a lo largo de la maestría, empezaremos con un conocimiento global de la compañía, para pasar al análisis de su situación actual del macro y del micro-entornos en el que se desenvuelve. Luego, se realizará un análisis de los estados financieros y ratios con el fin de conocer cuál es el estado actual de la compañía y plantear recomendaciones para la mejora de los mismos.

Para finalizar estableceremos nuestras conclusiones y recomendaciones sobre el valor actual de la empresa y las condiciones que facilitarán la mejora del mismo.

**PALABRAS CLAVE:** Valor, precio, costo de capital, flujos descontados, presupuestos.

## CAPITULO I

### ANÁLISIS SITUACIONAL DE LA EMPRESA

#### 1.1. RESEÑA HISTÓRICA

La compañía IGLESIAS TAPIA CIA. LTDA. Inicia sus operaciones en el año 2009 con el respaldo de la marca PETROCOMERCIAL que luego pasó a llamarse EP PETROCOMERCIAL, empresa 100% pública, creada el 6 de abril de 2010, con Decreto Ejecutivo No. 315, para gestionar el sector hidrocarburífero mediante la exploración, explotación, transporte, almacenamiento, industrialización y comercialización de hidrocarburos, con alcance nacional e internacional, siempre con preservación del medio ambiente.

La mega estación de servicio está ubicada en la Av. Simón Bolívar (Nueva vía Oriental Lote No. 2) en el sector de Miravalle, ubicado en el sector Sur Oriental del Cantón Quito, en un sector de gran afluencia vehicular. Se inició con una inversión inicial de USD 560.000,00 de los cuales la suma de USD 270.000,00 corresponde a aportes de accionistas y la diferencia, es decir, USD 290.000,00 se obtuvo de financiamiento de largo plazo por parte de la Banca Nacional.

La compañía ha experimentado un rápido crecimiento superando las expectativas de ventas que se tenía planificado, esto obedece al volumen del parque automotor existente en la Av. Simón Bolívar que de hecho viene también su crecimiento acompañado del espacio físico o capacidad de instalada que tiene la mega estación para brindar un servicio de calidad. En relación a la composición accionarial como base de información tenemos que al año 2009 la Familia Iglesias contaba con el 71% de participación, siendo un 29% la diferencia y como dueño el Sr. Héctor Jorge Ortiz, sin embargo al 31 de agosto de 2010 se

realiza un incremento de Capital y Reforma a los Estatutos de la Compañía, aumento que está debidamente legalizado y acorde a las normas legales de nuestro país, como se puede apreciar a continuación:

**Cuadro No. 1: Aumento de Capital y Composición Accionarial Actual**

Nombre del Socio	Capital Social	No. Participaciones	Participación %
Iglesias Jorge	4214	4814	58,87
Iglesias Edwin	1082	1482	18,12
Iglesias Verónica	1082	1482	18,12
Ortiz Héctor	0	400	4,89
	6378	8178	100

*Nota:* Tomado de la "Resciliación, Aumento de Capital y Reforma de Estatutos a la Compañía" Notaría Vigésima Quinta. Dr. Felipe Iturralde Dávalos. Quito 07 de diciembre 2010 Iglesias Tapia Cía. Ltda.

En los actuales momentos la Familia Iglesias Tapia ha considerado oportuno mantener el control de la compañía al igual que el Patrimonio considerando que se trata de una empresa familiar, en tal virtud nace la necesidad de entrar en un proceso de negociación para recomprar las acciones del socio Sr. Héctor Ortiz y por tanto la importancia de realizar la valoración de la empresa considerando que no cuentan con un estudio que pueda definir el valor de cada acción ya que el afán de la familia Iglesias Tapia es recomprar a un precio justo y que no perjudique a ninguna de las partes. Finalmente, y toda vez que exista un acuerdo entre las partes para realizar la recompra se deberán alinear a lo estipulado por la ley para legalizar la transacción; es decir, se debe realizar una Cesión de Escritura Pública de transferencia de participaciones en la cual deberán comparecer tanto compradores como vendedores incluido sus cónyuges, posteriormente debe ser inscrita en el Registro Mercantil, así mismo se deberá marginar en la Escritura de Constitución inicial de la Compañía, e inclusive actualizar los libros de los socios y luego informar a la Superintendencia de Compañías para actualizar el Registro de la Sociedad.

## **1.2. BASE LEGAL DE LA EMPRESA**

La compañía IGLESIAS TAPIA CIA. LTDA se constituyó el 26 de mayo del año 2006 en la ciudad de Quito, siendo su actividad principal la venta al por menor de combustibles para automotores, motocicletas en la gasolinera; además, su objeto social le permite realizar la construcción e instalaciones de surtidores de gasolina, para la comercialización y distribución de gasolina, diesel y demás derivados del petróleo. Servicio de reparación y mantenimiento de surtidores de gasolina, diesel y derivados del petróleo y más equipos para este fin de requerirse. Instalación de servicio de lavadoras, lubricadoras y vulcanizadoras para todo tipo de vehículos; instalación de almacenes para la importación, distribución y comercialización de lubricantes, aditivos, llantas, repuestos, piezas y partes de demás accesorios automotrices, importación de vehículos de gran capacidad para el cumplimiento del objeto social de la compañía.

### **1.2.1 Estructura Accionaria y Administrativa**

La administración es el esfuerzo coordinado de un grupo social para obtener un fin con la mayor eficiencia y el menor esfuerzo, y partiendo de éste concepto la compañía maneja una adecuada dirección del negocio orientada a brindar satisfacción al cliente, por lo que la empresa ha decidido contar con la siguiente estructura de organización interna:

Una Junta General de Accionistas que es el órgano supremo de la compañía, se compone de los accionistas con derecho a voto o de sus mandatarios y/o representantes reunidos con el quórum legal y en las condiciones que las leyes y estos estatutos exigen; será administrada por el Presidente y Gerente General

El volumen de ventas y los procesos que involucra manejar el negocio, demanda que la compañía incluya profesionales que apoyen en el control y aporten en el

desarrollo diario del negocio, en tal virtud en la actualidad la compañía presenta la siguiente plana gerencial:

Cuadro No. 2: Nivel Gerencial

Cargo	Nombre	Años en el cargo	Experiencia previa
Presidente	Iglesias Jorge	4	18
Gerente General	Cueva Sonia	4	4
Jefe Operativo	Iglesias Paulina	3	2
Soporte Técnico	Iglesias Carolina	3	2

*Nota:* Tomado de "Reporte de Información Básica de la Compañía Iglesias Tapia Cía. Ltda.". Año 2013

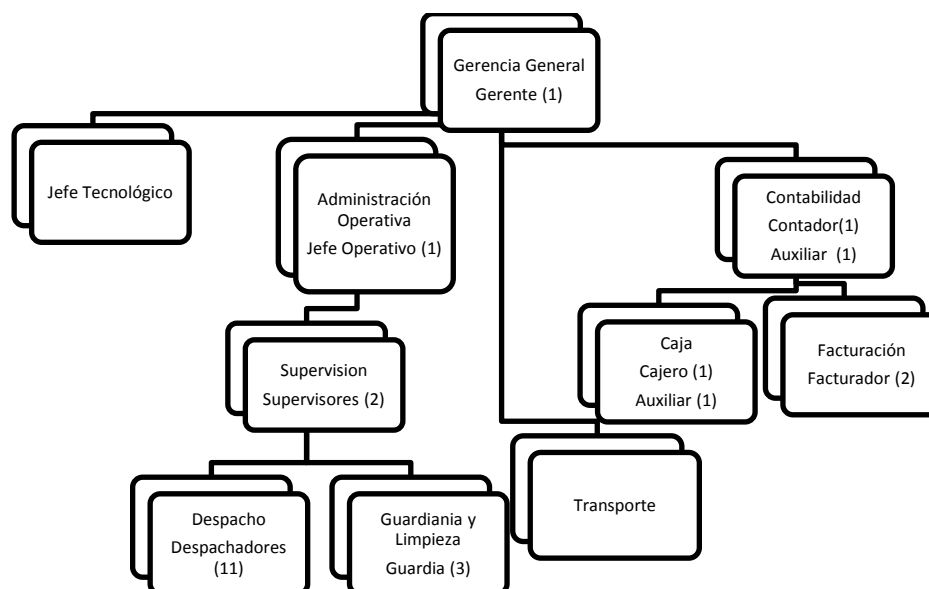
### 1.2.2 Productos que comercializa (Bandera: EP PETROCOMERCIAL)

La Mega estación ofrece al público los siguientes productos:

- Gasolina Súper, 92 octanos (RON), sin tetraileo de plomo (TEL)
- Gasolina Extra, 87 octanos (RON), sin tetraileo de plomo (TEL)
- Diesel Premium, con un máximo de 500 PPM de contenido de azufre

### 1.2.3 Organigrama Estructural

Gráfica No. 1: Organigrama Estructural



*Nota:* Tomado de "Organigrama de la Compañía Iglesias Tapia Cía. Ltda. Año 2013



### 1.2.3.1 Descripción de Funciones

#### ❖ Gerente General

En la compañía ejerce la representación legal y participa en la planificación tanto comercial y financiera. Es la única persona que tiene firma autorizada en las instituciones del Sistema Financiero.

Es responsable de la planeación, organización, dirección y control de todos los procesos administrativos de la empresa. Así como del mantenimiento de la fluidez y equilibrio financiero de la Empresa, está a cargo del control de la ejecución de actividades de las áreas Administrativa, Operativa, Soporte técnico y Contabilidad de la compañía

Coordinación con las Entidades de Control y Obtención de los permisos de funcionamiento:

- Agencia de Regulación y Control Hidrocarburífero
- EP PETROCOMERCIAL
- Municipio del Distrito Metropolitano de Quito
- Ministerio de Salud Pública
- Servicio de Rentas Internas
- Secretaría de Ambiente
- Ministerio de Trabajo
- Ministerio de Relaciones Laborales

Así como:

- Contratación de Personal Operativo y Administrativo
- Informe trimestral de actividades a socios de la compañía

### ❖ **Jefe Tecnológico**

Persona encargada de llevar a cabo las implementaciones y/o actualizaciones de los sistemas tecnológicos Software Hardware adaptados a la compañía para el óptimo desenvolvimiento.

### ❖ **Jefe Operativo**

Dentro de sus responsabilidades tenemos la función administrativa y de recursos humanos coordinada directamente con el Gerente General.

Involucra la administración de todos los recursos de la empresa además de la ejecución de proyectos para la lograr la satisfacción del cliente. Por otro lado, está a cargo de la logística, que involucra gestionar el proceso de provisión y abastecimiento de combustible para el funcionamiento de la estación de servicios.

También tiene a su cargo la función operativa, esto implica la inspección sistemática de todos los equipos e instalaciones a fin de realizar los mantenimientos preventivos, además de mantener todos los registros de las actividades que se realizan en su operatividad. Encargado del cumplimiento del sistema de gestión ambiental de la estación de servicios.

### ❖ **Supervisor**

Persona que tiene como responsabilidad la de vigilar el desarrollo de las actividades operacionales reporta directamente al Jefe Operativo

### ❖ **Despachadores**

La principal función es la de brindar un servicio de calidad a los clientes estar en permanente contacto con el Supervisor para informar anomalías

❖ **Personal de Limpieza**

Mantener las instalaciones siempre limpias

❖ **Guardias**

Personal altamente capacitado para dar seguridad tanto al cliente como a los empleados y funcionarios de la compañía en casos de siniestros.

❖ **Contador**

El Contador tiene la función de administrar y proporcionar la información contable y/o financiera oportuna y veras para la toma de decisiones así como obtener líneas de financiamiento con las IFIS (Instituciones del Sistema Financiero), realizar el seguimiento y control de cumplimiento del presupuesto mensual y anual de costos y gastos.

❖ **Cajero**

Recibir el dinero producto de las ventas mantener siempre cuadrados los saldos y gestionar el envío a la Institución Bancaria.

### **1.2.3.2 Talento Humano**

La empresa en la actualidad cuenta con 20 empleados:

- 7 Administrativos
- 13 Producción.

La compañía tiene un nivel de rotación medio en el área de operaciones, pese a que mantiene personal calificado y con experiencia.

Entre los beneficios que la empresa otorga a sus empleados tenemos:

- Contrato de Trabajo fijo
- Pago puntual de salarios
- Comisiones
- Fondos de Reserva
- Aporte al IESS
- Seguro de salud

### **1.2.3.3 Sistema Administrativo, Contable y Operativo**

La compañía cuenta con un sistema contable denominado FIREsoft (Financial Resource Software), el sistema contiene un conjunto de procedimientos y programas que permiten la descentralización de la administración y la asignación de responsabilidades del procesamiento de su información a las distintas unidades administrativas de la compañía.

Este sistema le permite administrar la información contable de manera eficiente a efectos de conocer de manera oportuna la estructura del balance, al igual que para entregarla a entidades de control o financieras.

Es importante señalar que también cuenta con un sistema contable denominado FENIX, que asociado al sistema Firesoft permite obtener información consolidada de las principales cuentas del activo corriente que son las de mayor interés, y como característica del sistema se debe mencionar que es flexible y se ajusta a las necesidades de la empresa.

De igual manera cuenta con un sistema denominado SINPET – TLS 2 VEEDER ROOT; sistema que funciona a través de sensores conectados y que le permite dar un apropiado control al inventario que de hecho es atípico manejarlo considerando que hablamos de producto netamente líquido.

## **1.2.4 CUMPLIMIENTO DE ORDENANZAS DE LOS ENTES DE CONTROL**

### **1.2.4.1 Superintendencia de Compañías**

La compañía cumple a cabalidad con las ordenanzas de entidades de control a fin de contar con las autorizaciones respectivas, para que la empresa pueda operar de manera regular, es importante mencionar que la empresa se encuentra al día con sus documentos puesto que no ha dejado de enviar anualmente la información requerida como es:

Estados Financieros debidamente suscritos por representante legal y el contador entre ellos tenemos:

- Estado de Situación Financiera
- Estado de Resultado Integral que incluye otros Resultados Integrales.
- Estado de Flujo de Efectivo
- Estado de Cambios en el Patrimonio.
- Notas a los Estados Financieros en formato Word y en CD
- Conciliaciones de NIFS (año actual)
- Informe de memoria presentado por el representante legal a la junta general de accionistas que conoció y adoptó resoluciones sobre los estados financieros.
- Nómina de administradores y/o representantes legales con la indicación de los nombres y apellidos completos y denominación del cargo, adjunto copia legible a color de la papeleta de votación, cédula de ciudadanía del administrador.
- Nómina de accionistas o socios inscritos en el libro de acciones y accionistas o de participaciones y socios, a la fecha del cierre del estado financiero. Formulario suscrito por el representante legal certificando los siguientes datos de la compañía: dirección postal, número telefónico, correo electrónico, provincia, ciudad, cantón.

- Copia legible del Registro Único de Contribuyentes (RUC)
- Impresión electrónica del comprobante de digitación del estado financiero en el portal web de la Superintendencia de Compañías.
- Número y clasificación del personal ocupado, que preste servicios en la empresa.
- Pago anual de cuota en base a los activos que la empresa posee y esta es del 0.1% sobre los mismo.

#### **1.2.4.2 Municipio del Distrito Metropolitano de Quito**

Lo propio realiza con la Patente Municipal y el Permiso de Funcionamiento

#### **1.2.4.3 IESS**

Mensualmente cancela los aportes (patronal e individual) de los empleados

#### **1.2.4.4 Cuerpo de Bomberos**

Anualmente se realiza la inspección para la renovación del permiso otorgado por la entidad.

### **1.2.5 UBICACIÓN E INFRAESTRUCTURA DE LA EMPRESA**

La gasolinera está ubicada en la Av. Simón Bolívar (Nueva vía Oriental Lote No. 2 en el sector de Miravalle, ubicado en el sector Sur Oriental del Cantón Quito.

Gráfica No. 2: Estación de Servicio y Ubicación Geográfica





*Nota:* Tomado de "Informe de Avalúo realizado por Ing. Pablo Salazar a la Compañía Iglesias Tapia, 22 de abril 2013. Quito

La gasolinera se encuentra ubicada en el sentido Sur-Norte de la Av. Simón Bolívar. El lote de terreno colinda con otros terrenos de uso netamente familiar, sin embargo existe la gasolinera MAS GAS a pocos kilómetros en el sentido Norte-Sur; por otro lado debemos considerar que el entorno en el cual está implantada la mega estación se encuentra en proceso de desarrollo, como punto relevante podemos manifestar que la ubicación de la mega estación tiene como beneficio que se la puede apreciar fácilmente tanto del sentido norte como del sentido sur.

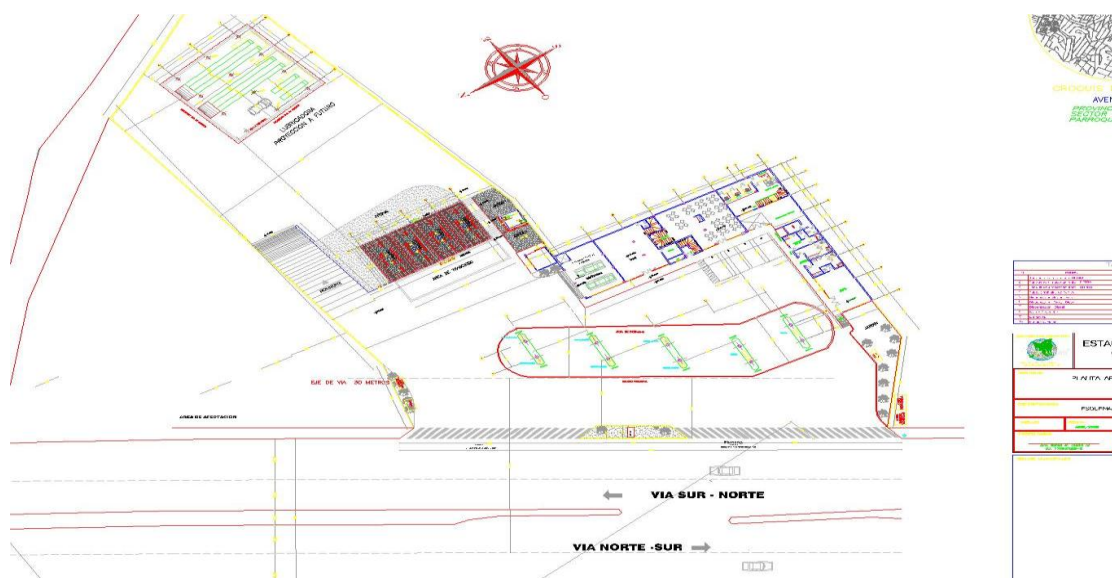
#### **1.2.5.1 Infraestructura**

- Área de tanques de almacenamiento para gasolina súper, extra y diesel.
- Área de descarga de tanqueros.
- Construcciones civiles.
- Equipos contra incendios.
- Sistema eléctrico.
- Instalaciones electromecánicas y eléctricas
- Sistema de drenaje para aguas servidas.

- Trampa de grasas para tratamiento efluentes contaminados con combustibles
- Área de servicio vehicular descritas en el estudio, para percances.

**1.2.5.2 Planos estructurales ANDES GAS**

Gráfica No. 3: Planos estructurales



Nota: Tomado de “Registro de Planos, Distrito Metropolitano de Quito, Propietario Iglesias Tapia Compañía Limitada, Número 11-181886-3, Fecha 30 agosto 2011, Quito

**1.2.5.3 Características físicas del lote de Terreno**

La gasolinera tiene como entrada o vía de acceso principal la Av. Simón Bolívar en el sentido Sur - Norte.

Cuadro No. 3: Tipo de terreno

Forma	Irregular
Topografía:	Plataforma frontal y pendiente negativa en la parte posterior del terreno
Vistas:	Valle de los Chillos, volcán Cotopaxi
Riesgos:	Ninguno

Nota: Tomado de “Informe de Avalúo realizado por Ing. Pablo Salazar a la Compañía Iglesias Tapia, 22 de abril 2013. Quito



➤ **Áreas de construcción:**

Cuadro No. 4: Área de construcción

Área	150,20m <sup>2</sup>
Administrativa	
Área de Restaurante	242,88 m <sup>2</sup>
Área de Marquesina	471,80m <sup>2</sup>
Área de Tanques Combustible	146,20 m <sup>2</sup>
Cuarto Generador	12,92 m <sup>2</sup>
<hr/>	
Capa de Circulación	de Lastre 348,66 m <sup>2</sup>
Aceras:	45,78 m <sup>2</sup>
Total.	1024,00 m <sup>2</sup>

Nota: Tomado de "Informe de Avalúo realizado por Ing. Pablo Salazar a la Compañía Iglesias Tapia, 22 de abril 2013. Quito

➤ **Materiales y acabados**

Cuadro No. 5: Materiales y acabados

<b>RUBRO</b>	<b>DESCRIPCION</b>
ESTRUCTURA:	Cimiento de hormigón y estructura metálica en marquesina
MANPOSTERIA:	Ladrillo
CUBIERTA:	Estructura metálica y planchas de steel panel
<b>RECUBRIMIENTO EXTERIOR:</b>	<b>Enlucidos</b>
PISOS:	Contra piso de Hormigón armado
PISOS:	Cerámica 0,4 x 0,4 en área administrativa
PAREDES:	Ladrillo
<b>PAREDES:</b>	<b>Cerámica 0,25 x 0,35 en baños de área administrativa.</b>
TUMBADOS:	Láminas de tol pintado en marquesinas
PUERTAS PRINCIPALES:	Vidrio templado
PUERTAS NTERIORES:	Madera
<b>CERRADURAS:</b>	<b>Línea media</b>
VENTANAS:	Estructura de aluminio

VIDRIOS: Color bronce reflectivo  
 MUEBLES DE LAVAMANO: Si dispone en baterías sanitarias

**SANITARIOS:** **Marca FV línea media**  
 ACCESORIOS: Línea media  
 GRIFERIAS: Línea media  
 HERRAJES: Nacional

**AGUA POTABLE:** **PVC roscable**  
 INSTALACIONES  
 SANITARIAS: PVC desagüe tipo B en 2 y 4 pulgadas  
 INSTALACIONES  
 ELECTRICAS: Tendido de tuberías  
 INSTALACIONES  
 ESPECIALES: Línea de succión para abastecimiento de combustible  
 de 2 HG

---

*Nota:* Tomado de "Informe de Avalúo realizado por Ing. Pablo Salazar a la Compañía Iglesias Tapia, 22 de abril 2013. Quito

#### **1.2.5.4 Área de despacho de combustible**

En la gasolinera se comercializa el combustible al sector público y privado, y cuenta con un área definida de manera y especificación técnica destinada para la distribución de combustible

En el área de despacho se encuentran instalados:

- ❖ 8 surtidores de marca Gilbarco año 2009

Distribuidos en 5 islas según lo aprobado en los planos del proyecto, de los cuales tenemos:

- ❖ 2 dispensadores de gasolina
- ❖ 2 de diesel de alto caudal

Se encuentran funcionando en perfectas condiciones, para cuya construcción se utilizó hormigón armado, pudiendo contar adicionalmente con elementos protectores que protejan

a los equipos de posibles accidentes ocasionados por vehículos, las islas se encuentran ubicadas de manera funcional para abastecer a dos vehículos a la vez por medio del mismo equipo.

El área de despacho cuenta con una cubierta, marquesina en una extensión de 471,80 m<sup>2</sup>, con columnas metálicas y su cubierta metálica con planchas de steel panel, diseñada como medio de protección para los equipos, además toda el área cuenta con canaletas perimetrales que recolectan aguas hidrocarbурadas, para dirigirlas a la trampa separadora de aceites y grasas, para proceder con el proceso de decantación previo a la disposición final.

Finalmente y cumpliendo con las disposiciones existentes; además de la imagen de la marca a la que representa la marquesina está recubierta con pintura que identifica la afiliación a EP PETROCOMERCIAL

#### **1.2.5.4.1 Distribución de surtidores**

Los surtidores se encuentran instalados en la estación de servicio de acuerdo a las instrucciones del fabricante y a la distribución presentada y previamente aprobada por el Municipio de la localidad y la Comercializadora en los planos de construcción.

#### **1.2.5.4.2 Área de descarga de tanqueros.**

Es el área con la que cuenta para los tanqueros en la cual será destinada para el trasiego de combustibles por parte de los autos tanques hacia el área de almacenamiento de la estación de servicio, la misma que se encuentra construida de manera adecuada para su

funcionamiento y considerado los espacios para las respectivas maniobras; además, cuenta con contenedores de derrame para cada producto.

## **1.2.6 SEGURIDAD E HIGIENE INDUSTRIAL**

### **1.2.6.1 Equipo contra incendios.**

A efectos de que la gasolinera se encuentre prevenida contra futuros siniestros, cuenta con un equipo contra incendios y se posee los planos en el que se puede identificar y localizar estos equipos. Finalmente y cumpliendo con las disposiciones existentes; además de la imagen de la marca a la que representa la marquesina está recubierta con pintura que identifica la afiliación a EP PETROCOMERCIAL

### **1.2.6.2 Sistema eléctrico.**

El sistema eléctrico en la gasolinera cuenta con planificación sobre áreas de concentración de gases o vapores que se generan de manera continua, intermitente o periódicamente en el ambiente, bajo condiciones normales de operación.

Al igual que gases o vapores puede existir frecuentemente por reparaciones de mantenimiento o por fugas, o en su defecto por falla del equipo de operación ya que podrían fugarse gases o vapores inflamables por alcanzar concentraciones peligrosas y simultáneamente ocurrir fallas del equipo eléctrico.

El equipo y las instalaciones eléctricas se construyeron bajo normas y a prueba de explosión. Se tiene considerado el uso de líquidos volátiles o gases inflamables, pero en las que éstos líquidos o gases se encuentren normalmente dentro de recipientes o sistemas cerrados, de los cuales pueden escaparse solo en caso de ruptura accidental o en caso de operación anormal del equipo.

### **1.2.6.3 Sistema de iluminación.**

A fin de poder brindar una imagen alineada a lo solicitado por su marca EP PETROECUADOR, la gasolinera cuenta con una adecuada iluminación; además, esto permite que el desempeño de las actividades sean realizadas en condiciones en las que la luz natural se vuelva insuficiente, de modo que se proteja la seguridad de los equipos y las personas.

### **1.2.6.4 Sistema de agua potable y aguas servidas.**

Para el abastecimiento de agua potable a ser utilizada para el desempeño de las labores diarias de los distribuidores, se lo toma directamente de la red pública de suministro

### **1.2.6.5 Sistema de recolección de aguas hidrocarburadas y fluviales.**

La compañía tiene como política interna que el personal de la gasolinera realice un mantenimiento diario al establecimiento, cuidando que se encuentre siempre limpio. El propósito conlleva actividades de lavado de las distintas áreas de la estación, en las cuales el agua utilizada se dirige hacia el sistema de drenaje, canaletas, gracias a la ligera pendiente con la cual ha sido construido el piso. Dado que dichas actividades el agua puede entrar en contacto con esporádicos goteos de combustibles, originados en las pistolas de los dispensadores, o de lubricantes originados en fugas de los motores de los vehículos que se abastecen.

La gasolinera cuenta con un sistema de drenaje conformado por canaletas ubicadas en el perímetro de las áreas de trasiego y despacho. Al realizar ésta actividad pasa a ser recolectada el agua y se dirige hacia la trampa separadora de grasas y aceites, para recibir

su proceso de decantación antes de que alcancen su destino final, sea este, alcantarillado público o una fosa séptica.

#### **1.2.6.6 El transporte de los combustibles.**

La entrega de combustibles es de entera responsabilidad de la compañía contratada (servicio tercerizado) para este fin, así como de los dealers, la comercializadora EP PETROCOMERCIAL se encargará de la verificación de los procesos, permisos y certificaciones para que puedan transitar con el combustible desde la terminal de productos limpios hasta las estaciones de servicio. Para realizar el transporte, los combustibles serán adquiridos en el Beaterio; lugar del cual se abastece de manera ininterrumpida.

Cabe señalar que el transporte es realizado con vehículos pesados que cumplen con todas las exigencias dispuestas por la Dirección Nacional de Hidrocarburos. Estos vehículos están equipados con las siguientes medidas de seguridad:

- El tanque de los camiones contiene pintada en los dos lados la leyenda de “PELIGRO”, así como la indicación del largo y la capacidad del tanque.
- La instalación de banderolas de color rojo en las cuatro esquinas del tanque (para alertar de las magnitudes y prevenir accidentes en el trayecto).
- Como medida preventiva, el auto tanque que realiza el transporte cuenta con extintores contra incendio.

### **1.3. ENTORNO EMPRESARIAL**

#### **1.3.1. Aspectos internos**

El giro de negocio de la compañía es la venta al por menor de combustibles para automotores, motocicletas en la gasolinera para atender al parque automotor que circula por la Av. Simón Bolívar

#### **1.3.2. Principios y Valores Institucionales**

- ❖ Integridad y transparencia
- ❖ Orientación a resultados
- ❖ Compromiso y responsabilidad
- ❖ Confianza
- ❖ Trabajo en equipo
- ❖ Desarrollo personal
- ❖ Reconocimiento y Calidad de Servicio

#### **1.3.3. Misión**

Ofrecer productos y servicios de calidad y cantidad, basados en criterios de eficiencia y eficacia, contando con personal capacitado y la mejor tecnología para satisfacer las necesidades.

#### **1.3.4. Visión**

Para el año 2017 será la estación de servicio de EP PETROECUADOR número uno en el sector sur oriental del cantón Quito por volumen de ventas con un crecimiento anual del 15%.

### 1.3.5. Objetivo estratégico

Búsqueda de la excelencia en el servicio y comercialización de combustible a través de la sinergia de tecnología y personal que labora en la mega estación.

## 1.4. ANÁLISIS DEL MACRO ENTORNO

Cuando se realiza un análisis del entorno generalmente se refiere a los datos macroeconómicos como son:

- ❖ Entorno Tecnológico
- ❖ Entorno Demográfico
- ❖ Entorno Político
- ❖ Entorno Natural
- ❖ Entorno Económico

Sin embargo también podemos considerar el incluir en el análisis lo siguiente:

- A la industria
- A la competencia
- Al consumidor
- Innovaciones de producto

Por tanto el analizar las variables del entorno para buscar amenazas y oportunidades requiere que cada aspecto sea verificado desde dos puntos de vista:

- ✓ Debe ser comprobado según su impacto potencial en la compañía.
- ✓ También la posibilidad de que dicho impacto ocurra.

El objetivo de realizar el análisis es que le permita a la compañía actuar rápidamente, para tomar ventaja de las oportunidades antes que los competidores y así responder a las amenazas del entorno antes de que se haya producido un daño significativo.



### 1.4.1. Riesgo país.

El EMBI se define como un índice de bonos de mercados emergentes, el cual refleja el movimiento en los precios de sus títulos negociados en moneda extranjera. Se la expresa como un índice o como un margen de rentabilidad sobre aquella implícita en bonos del tesoro de los Estados Unidos.

[http://www.bce.fin.ec/resumen\\_ticker.php?ticker\\_value=riesgo\\_pais](http://www.bce.fin.ec/resumen_ticker.php?ticker_value=riesgo_pais)

Cuadro No. 6: Riego País

FECHA	VALOR
Febrero- del 25 al 27-2013	704.00
Febrero-del 22 al 24-2013	702.00
Febrero-21-2013	701.00
Febrero-del 19 al 20-2013	700.00
Febrero-del 14 al 18-2013	710.00
Febrero-13-2013	699.00
Febrero-12-2013	703.00
Febrero-11-2013	704.00
Febrero-del 07 al 10-2013	705.00
Febrero-04-2013	706.00
Febrero-del 31 al 03-2013	704.00
Enero-30-2013	703.00
Enero-29-2013	702.00

*Nota:* Tomado de "Portal Web Estadísticas", por Banco Central del Ecuador, 2013. Quito

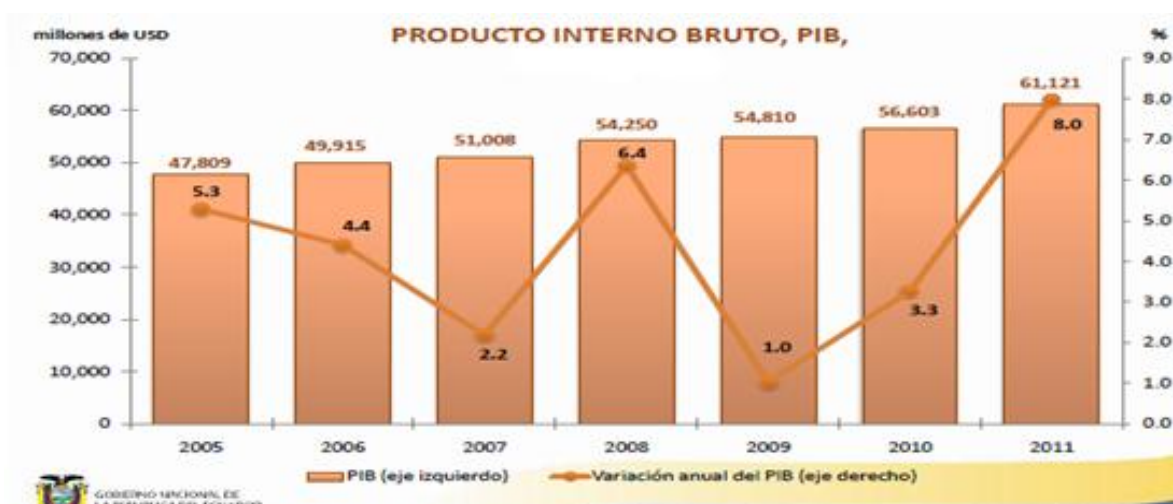
**Amenaza.**- mientras más alto sea el indicador esto perjudicará al país, ya que limita a la inversión extranjera y de hecho el crecimiento sostenido y apropiado que requiere para la dinamización de nuestra economía.

Por otro lado, esto deja sin capacidad para adquirir nuevas líneas de crédito con la Banca Internacional para financiar el gasto público, financiación de instalaciones de explotación, infraestructura, etc.

### 1.4.2. Producto Interno Bruto.

Es una medida macroeconómica que expresa el valor monetario de la producción de bienes y servicios de un país durante un período determinado de tiempo (normalmente, un año). El PIB es usado como una medida del bienestar material de una sociedad y es objeto de estudio de la macroeconomía. [http://es.wikipedia.org/wiki/Producto\\_Interno\\_Bruto](http://es.wikipedia.org/wiki/Producto_Interno_Bruto)

Gráfica No. 4: Producto Interno Bruto, PIB



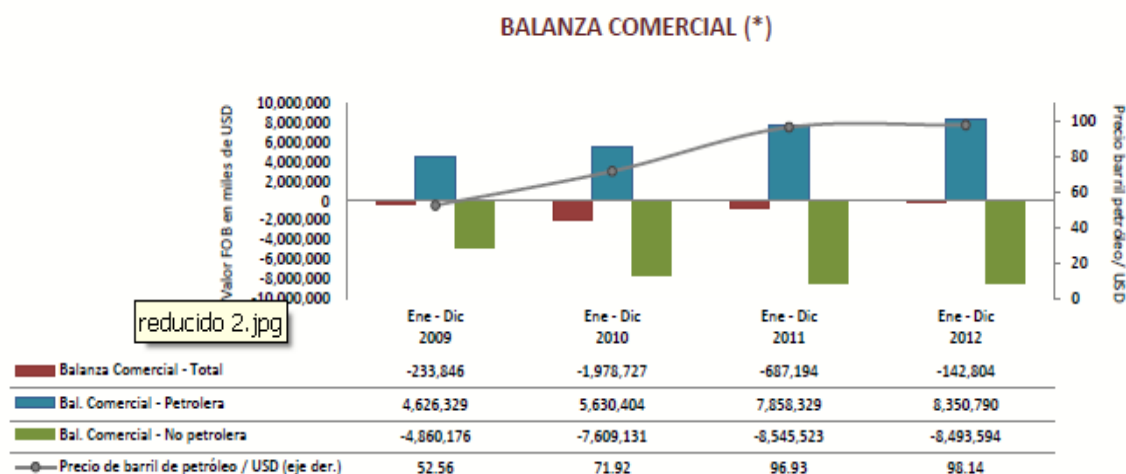
Nota: Tomado de [http://es.wikipedia.org/wiki/Producto\\_Interno\\_Bruto](http://es.wikipedia.org/wiki/Producto_Interno_Bruto), Portal Web

### 1.4.3. Balanza Comercial

Es la parte de la balanza de pagos que contempla las importaciones y exportaciones de mercancías o bienes tangibles. Se utiliza para registrar el equilibrio o desequilibrio en el que se encuentran estas transacciones respecto al exterior y se expresan en déficit o superávit; el primero cuando son mayores las importaciones; y el segundo cuando son mayores las exportaciones.

La Balanza Comercial Total, registró un déficit de USD-142.8 millones al cierre 2012, si comparamos con en el mismo período del año 2011 (USD-687.2 millones), esto representó una recuperación del saldo comercial del 79.2%.

Gráfica No. 5: Balanza Comercial Ecuador



Nota: Tomado de "Portal Web" Evolución de la Balanza Comercial, por Banco Central del Ecuador, 2012.

La Balanza Comercial Petrolera durante el año 2012, tuvo un saldo favorable de USD8,350 millones, 6.3% superior al saldo registrado en el año 2011 (USD7,858 millones), como consecuencia del incremento en el volumen y precio del barril de petróleo y sus derivados 4.5% y 1.9%, respectivamente.

La Balanza Comercial No Petrolera contabilizó saldos comerciales negativos al pasar de USD-8,545.5 a USD-8,493.6 millones, lo que significó una disminución del déficit comercial no petrolero de 0.6%. En diciembre de 2012, se registró un crecimiento (21.6%) en el valor FOB de las *Exportaciones petroleras* al pasar de USD 899.7 en noviembre de 2012 a USD 1,094.4 millones, por su parte *las Exportaciones no petroleras* cayeron en 2.6% en el mismo período (de USD 903.9 a USD 880.1 millones). En relación a los

volúmenes en millones de barriles, las *exportaciones petroleras* fueron superiores de noviembre a diciembre de 2012 en 20.1%, al igual que, las ventas externas *no petroleras* (en millones de toneladas métricas) en 0.7%

<http://www.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/balanzaComercial/ebc201302.pdf>

**Amenaza.-** la disminución de las importaciones podría producir un incremento en el precio de los combustibles, lo que provocaría que se genere un cambio en la composición de venta de los productos que comercializan las gasolineras, considerando que la gente podría optar por dejar de utilizar sus vehículos propios y pasar a utilizar el transporte público; además la capacidad de negociación tendría incidencia en cuanto a la fijación de políticas de crédito, o lo que sería peor que se dicten nuevas medidas restrictivas en la importación para la obtención del combustible.

#### **1.4.4 Tasas de interés**

De acuerdo al Libro I, Política Monetaria-Crediticia de la Codificación de Regulaciones del Banco Central del Ecuador, se establece que las tasas de interés activas efectivas máximas para cada uno de los segmentos definidos en el Artículo 8 del Capítulo VIII del mismo Título, corresponderán a la tasa promedio ponderada por monto en dólares, de las operaciones de crédito concedidas en cada segmento, en las cuatro semanas anteriores a la última semana completa del mes anterior en que entrarán en vigencia, multiplicada por un factor a ser determinado por el Directorio del Banco Central del Ecuador.

El cálculo se lo efectuará con la información de tasas de interés remitida por el sistema financiero privado, pactadas en las operaciones realizadas en las cuatro semanas precedentes a la última semana de cada mes, promedio que será ponderado por el monto en dólares, en concordancia con lo establecido en el Instructivo de Tasas de Interés vigente.

<http://www.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/BoletinTasasInteres/ect2013>

[01.pdf](#)

Cuadro No. 7: Tasas de Interés Referenciales

<b>Tasa Activa Efectiva Referencial para el segmento:</b>	<b>% anual</b>	<b>Tasa Activa Efectiva Máxima para el segmento:</b>	<b>% anual</b>
Productivo Corporativo	8.17	Productivo Corporativo	9.33
Productivo Empresarial	9.53	Productivo Empresarial	10.21
Productivo PYMES	11.20	Productivo PYMES	11.83
Consumo	15.91	Consumo	16.30
Vivienda	10.64	Vivienda	11.33
Microcrédito Acumulación Ampliada	22.44	Microcrédito Acumulación Ampliada	25.50
Microcrédito Acumulación Simple	25.20	Microcrédito Acumulación Simple	27.50
Microcrédito Minorista	28.82	Microcrédito Minorista	30.50
<b>2. TASAS DE INTERÉS PASIVAS EFECTIVAS PROMEDIO POR INSTRUMENTO</b>			
<b>Tasas Referenciales</b>	<b>% anual</b>	<b>Tasas Referenciales</b>	<b>% anual</b>
Depósitos a plazo	4.53	Depósitos de Ahorro	1.41
Depósitos monetarios	0.60	Depósitos de Tarjetahabientes	0.63
Operaciones de Reporto	0.24		
<b>3. TASAS DE INTERÉS PASIVAS EFECTIVAS REFERENCIALES POR PLAZO</b>			
<b>Tasas Referenciales</b>	<b>% anual</b>	<b>Tasas Referenciales</b>	<b>% anual</b>
Plazo 30-60	3.89	Plazo 121-180	5.11
Plazo 61-90	3.67	Plazo 181-360	5.65
Plazo 91-120	4.93	Plazo 361 y más	5.35

Nota: Tasa de Interés, Marzo 2013, Tomado del Banco Central del Ecuador

**Oportunidad.-** En los últimos años la tasa de interés en el sistema financiero se ha mantenido estable; esto ha provocado que se incentive a la dinamización de la producción a través del endeudamiento de las distintas actividades en las que se desenvuelven las empresas

#### 1.4.5 Evolución del volumen de crédito por segmentos

A continuación podremos observar que en el mes de enero de 2013 la tasa de variación mensual del volumen de crédito otorgado por el sistema financiero, muestra un incremento en los siguientes segmentos:

❖ Microcrédito de Acumulación Simple y Ampliada:

También podemos observar que existe un leve crecimiento en Consumo, una reducción los segmentos Productivo PYMES, Vivienda y Microcrédito Minorista; y, una leve contracción en los segmentos Productivo Corporativo y Empresarial en relación al mes anterior.

Cuadro No. 8: Composición de la Cartera en el Sistema Financiero

IFI	ene-12	ene-13	Variación Ene 12 - Ene 13	%	dic-12	ene-13	Variación Dic 12 - Ene 13	%
<b>PRODUCTIVO</b>								
CORPORATIVO	574.1	686.1	↑ 112.0	19.51%	692.1	686.1	↓ 6.0	-0.86%
EMPRESARIAL	141.1	165.1	↑ 24.0	16.99%	165.9	165.1	↓ 0.8	-0.48%
PYMES	139.4	133.3	↓ 6.1	-4.40%	155.9	133.3	↓ 22.6	-14.53%
<b>CONSUMO</b>								
CONSUMO	378.6	400.0	↑ 21.4	5.64%	384.4	400.0	↑ 15.6	4.06%
<b>VIVIENDA</b>								
VIVIENDA	43.4	31.0	↓ 12.4	-28.59%	47.4	31.0	↓ 16.4	-34.61%
<b>MICROCRÉDITO</b>								
MINORISTA	56.8	55.5	↓ 1.3	-2.35%	61.3	55.5	↓ 5.8	-9.50%
AC. SIMPLE	84.6	80.7	↓ 3.9	-4.55%	75.1	80.7	↑ 5.7	7.54%
AC. AMPLIADA	38.1	37.4	↓ 0.8	-1.98%	34.4	37.4	↑ 3.0	8.63%
<b>TOTAL</b>	<b>1,456.2</b>	<b>1,589.0</b>	<b>↑ 132.8</b>	<b>9.12%</b>	<b>1,616.4</b>	<b>1,589.0</b>	<b>↓ 27.4</b>	<b>-1.70%</b>

*Nota:* Tomado de "Portal web Estadísticas" Tasa variación mensual de crédito, Composición de la Cartera en el sistema financiero, Banco Central del Ecuador

Durante el mes de enero de 2013, el volumen de crédito destinado al segmento Productivo Empresarial que es al segmento al que pertenece la Compañía Iglesias Tapia fue de USD 165.1 millones con TEA promedio ponderada de 9.63%.

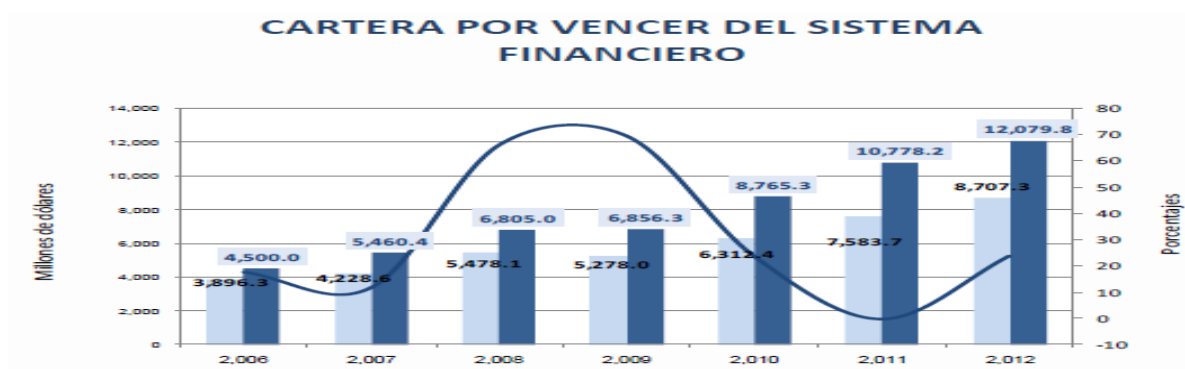
Gráfica No. 6: Evolución del volumen de crédito y la TEA



Nota: Tomado de "Portal web Estadísticas" Volumen de crédito y TEA, Banco Central del Ecuador, 2013.

El número de operaciones que se registraron para este mes fue de 2,957 con un monto promedio de USD 55,841.9. Finalmente, del total de los créditos otorgado el 41.38% se pactaron a un plazo de 2 a 6 meses y el 15.68% a un plazo de 2 a 8 años. <http://www.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/BoletinTasasInteres/ect201301.pdf>

Gráfica No. 7: Cartera por Vencer del Sistema Financiero



Nota: Tomado de "Portal web Estadísticas" Volumen de crédito y TEA, Banco Central del Ecuador, 2012

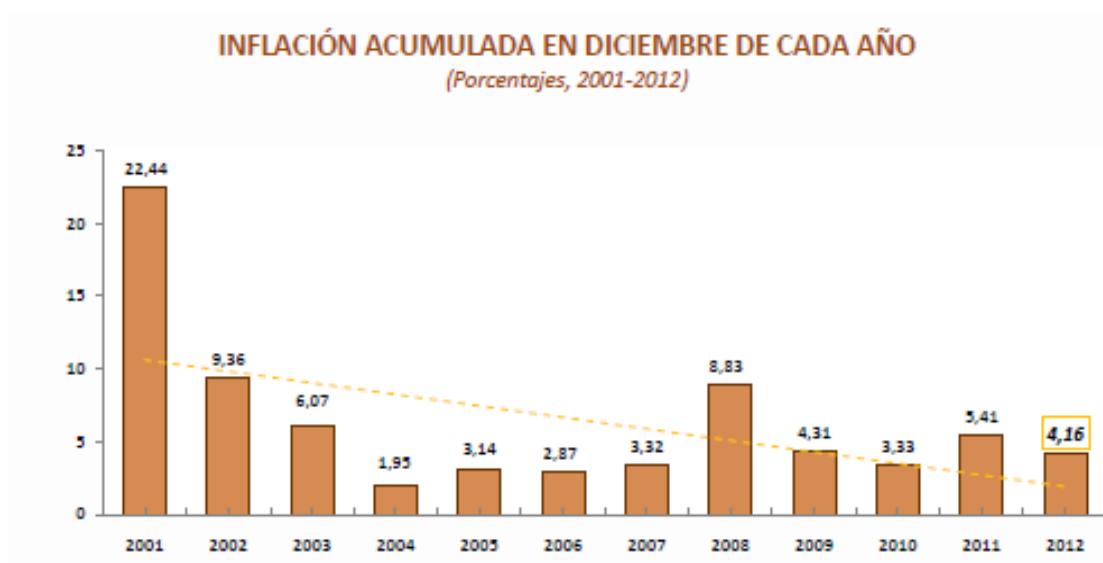
Para el año 2012 el volumen de crédito total otorgado por el sistema financiero privado se situó en USD 20,427.91 millones con un número de operaciones de 7'099.059.

Según información otorgada por el banco Central del total de volumen de crédito colocado en el segmento Productivo Empresarial, se deduce que el 45.09% se financió a las actividades de comercio (USD 74.5 millones), 16.67% para actividades de manufactura (USD 27.5 millones). Por otro lado, el Banco Central informa que en relación al volumen de crédito por destino, en enero de 2013 principalmente fue otorgado para financiar para capital de trabajo con USD 134.0 millones (81.18%) y para activos fijos tangibles con USD 22.36 millones (13.54%).

**Oportunidad.-** la empresa Iglesias Tapia tiene la oportunidad de seguir creciendo a través de financiamiento bancario, crecimiento que puede alcanzarlo incursionando en nuevas líneas de negocio relacionadas a la Mega estación Ej. Lubricadora, lavadora, etc.

#### 1.4.6 INFLACION

Gráfica No. 8: Evolución de la Inflación



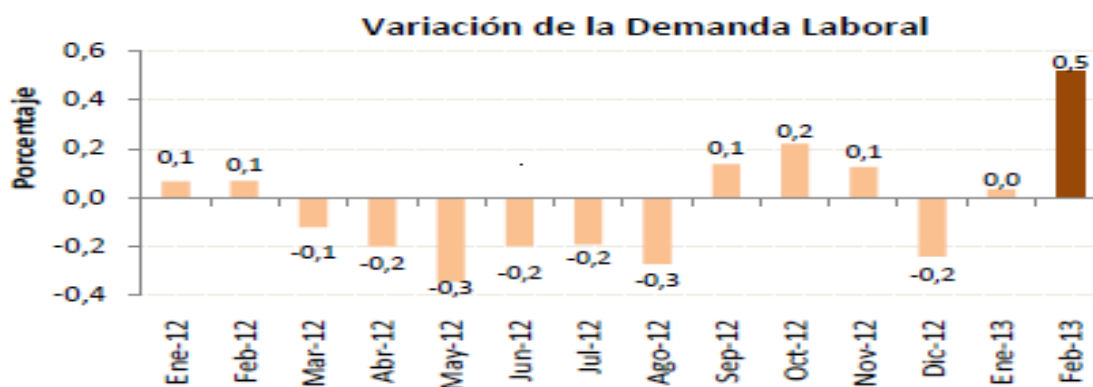
Nota: Tomado de "Portal web Estadísticas" Inflación Anual, Banco Central del Ecuador, 2012



La inflación anual del IPC de enero 2013 se registró inflación de 4.10%, porcentaje inferior al registrado en el mismo mes del año 2012 (5.29%); cinco divisiones de consumo se ubicaron por sobre el promedio general, que atenuó su resultado por la deflación en Recreación y Cultura y en Comunicaciones. Es importante señalar que a nivel de Latinoamérica nuestro país Ecuador se ubicó a diciembre 2012 por debajo de la inflación con 4,16% frente al 5,10% de América latina. Tomado de: <http://www.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Notas/Inflacion/inf201301.pdf>

### 1.4.7 EMPLEO

Gráfica No. 9: Variación de la demanda laboral



*Nota:* Tomado de "Portal web Estadísticas" Variación de la demanda laboral, Banco Central del Ecuador, 2013

La información existente en la página del Banco Central devela que en el mes de enero de 2013, la demanda laboral en el sector servicios no presentó variación con respecto al mes anterior y que las expectativas para el mes de febrero de 2013 señalan que esta variable se incrementará en 0.5%. Por otro lado, el precio promedio del servicio prestado por las empresas encuestadas subió en 0.6% con respecto al mes anterior y se espera que para febrero de 2013 se eleve en 0.4%.

**Amenaza.-** considerando que el gobierno actual no brinda estabilidad jurídica, podemos decir que es una amenaza ya que expide nuevas leyes y reformas en materia laboral que obliga a las compañías a realizar ajustes, re liquidaciones y pagos adicionales al personal. Podemos verlo desde dos puntos de vista que sería: Que las empresas no estén listas para poder cumplir con las nuevas exigencias y caigan en penalidades que representen pérdidas importantes, y por otro lado que de hecho puedan verse obligados a reducir el margen de ganancia.

## **1.5 ANÁLISIS DEL MICRO ENTORNO**

La importancia de realizar un análisis en el campo del micro ambiente de una empresa, consiste determinar de forma objetiva, los aspectos en los que la empresa tiene ventajas frente a su competencia y conocer en qué aspectos puede y/o debe mejorar a efectos de volverse competitivo. Por tanto podemos manifestar que el micro ambiente tiene que ver con las fortalezas y debilidades que una empresa puede tener y que pueden determinar el éxito de la misma.

### **1.5.1 Propuesta de valor por cada perspectiva**

La propuesta de valor se refiere a una promesa que realiza la empresa a sus accionistas y clientes desde varias perspectivas, indicando cuál es la acción particular que se llevará a cabo en cada caso. A continuación se presentan las propuestas desde la perspectiva de los accionistas y desde la de los clientes.

### 1.5.1.1 Propuesta de valor para los accionistas

Se denomina aumento de valor para los accionistas a la diferencia entre la riqueza que poseen al final de un año y la que poseían el año anterior. Para que se produzca creación de valor en un periodo es preciso que la rentabilidad para los accionistas sea superior a la rentabilidad exigida a las acciones.

La rentabilidad para los accionistas es el aumento del valor para los accionistas en un año, dividido por la capitalización al inicio del año.

$$\text{Rentabilidad para los accionistas} = \frac{\text{Aumento de valor para los accionistas}}{\text{Capitalización}}$$

Temas íntimamente ligados con la propuesta de valor son el crecimiento, la capacidad de anticipación a las necesidades del mercado, la innovación de los procesos, productos y servicios se enmarcan en un proyecto sólido que generan un valor estable para los accionistas.

Cuadro No. 9: Propuesta de valor para los accionistas

<b>PERSPECTIVA FINANCIERA</b>	<b>PROPUESTA DE VALOR</b>
CRECIMIENTO	Establecer acuerdos comerciales con EP Petroecuador a fin de implementar planes de expansión. Crecimiento de las ventas al 15% anual.
RENTABILIDAD	Mejorar la rentabilidad de la empresa en la relación utilidad neta frente a ventas netas del 7%
CONTROL Y DISMINUCION DEL GASTO OPERATIVO	Implementar controles que permitan la disminución del gasto operativo a fin de que llegue al 5% de las ventas netas.

*Nota:* Tomado de "Creación de Valor para los accionistas, Conceptos Básicos" Año 2000, Madrid.

### 1.5.1.2 Propuesta de valor para clientes

Valor es aquello que motiva cualquier transacción. El cliente siempre compra un paquete, compuesto por un conjunto de atributos tangibles e intangibles que valora y la empresa obtiene dinero para sus costos y generar los beneficios que valora.

Este paquete, cuando está bajo control, es el Modelo de Valor que se va formando a medida que la empresa está diseñando, comprando, fabricando, controlando, administrando, vendiendo, etc. Las diferentes personas involucradas, son las que van a sumarle o restarle valor a lo entregado. Esto es lo que se conoce como Cadena de Valor.

Cuadro No. 10: Propuesta de valor para los clientes

ATRIBUTOS	COMPETITIVO DIFERENTE	PROPUESTA DE VALOR
CALIDAD		Ofrecer productos y servicios que cumplan estándares internacionales de calidad
TIEMPO		Disminuir el tiempo empleado en la atención a cada cliente en el abastecimiento de combustible.
FUNCIONALIDAD		Que los productos y servicios que se ofrezcan al cliente sirvan para cumplir o satisfacer una necesidad del cliente
PRODUCTOS Y SERVICIOS		Variedad o diversidad de productos y servicios que no sean solo combustibles

*Nota:* Tomado de "Creación de Valor para los accionistas, Conceptos Básicos" Año 2000, Madrid

### 1.6. ANALISIS DE LOS BALANCES

El análisis de estados financieros es el proceso crítico dirigido a evaluar la posición financiera, presente y pasada, y los resultados de las operaciones de una empresa, con el objetivo primario de establecer las mejores estimaciones y predicciones posibles sobre las condiciones y resultados futuros. El análisis de estados financieros descansa en dos bases

principales del conocimiento: el conocimiento profundo del modelo contable y el dominio de las herramientas de análisis financiero que permiten identificar y analizar las relaciones y factores financieros y operativos. Los datos cuantitativos más importantes utilizados por los analistas son los datos financieros que se obtienen del sistema contable de las empresas, que ayudan a la toma de decisiones. Su importancia radica, en que son objetivos y concretos y poseen un atributo de mensurabilidad, y facilitan la toma de decisiones a los inversionistas. El estado de situación financiera ofrece una visión patrimonial desde dos puntos de vista: el Activo y el Patrimonio Neto y el Pasivo. Del balance nos servimos para realizar el análisis patrimonial y financiero. Existen dos tipos de análisis básicos de estados financieros muy aplicados en la actualidad. Nos referimos al análisis vertical y al análisis horizontal.

El análisis vertical es de gran importancia a la hora de establecer si una empresa tiene una distribución de sus activos equitativa y de acuerdo a las necesidades financieras y operativas. Como el objetivo del análisis vertical es determinar que tanto representa cada cuenta del activo dentro del total del activo, se debe dividir la cuenta que se quiere determinar, por el total del activo y luego se procede a multiplicar por 100.

En el análisis horizontal, lo que se busca es determinar la variación absoluta o relativa que haya sufrido cada partida de los estados financieros en un periodo respecto a otro. Determina cual fue el crecimiento o decrecimiento de una cuenta en un periodo determinado. Es el análisis que permite determinar si el comportamiento de la empresa en un periodo fue bueno, regular o malo. Para realizar el análisis horizontal se requiere disponer de estados financieros de dos periodos diferentes, es decir, que deben ser comparativos, toda vez lo que busca el análisis horizontal, es precisamente comparar un

periodo con otro para observar el comportamiento de los estados financieros en el periodo objeto de análisis.

### 1.6.1. Análisis Vertical

#### 1.6.1.1. Análisis Vertical del Estado de Situación Financiera

Cuadro No. 11: Análisis Vertical del Balance General

IGLESIAS TAPIA CIA. LTDA.			ANALISIS VERTICAL			
BALANCE GENERAL	dic-10	dic-11	dic-12	dic-10 %	dic-11 %	dic-12 %
ACTIVO TOTAL	948.394	936.239	925.283	100,00	100,00	100,00
Caja y bancos	114.727	102.212	48.237	12,10	10,92	5,21
Inversiones temporales	0	183.800	187.299	-	19,63	20,24
Cuentas x cobrar total	225.805	0	34.772	23,81	-	3,76
Otras	96.483	132.766	84.150	10,17	14,18	9,09
Inventario	8.250	19.370	10.582	0,87	2,07	1,14
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	445.266	438.148	365.040	46,95	46,80	39,45
				-	-	-
Propiedad, Mobiliario y Equipo	501.330	495.810	560.244	52,86	52,96	60,55
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES	503.128	498.091	560.244	53,05	53,20	60,55
				-	-	-
PASIVO TOTAL	818.953	721.838	712.001	86,35	77,10	76,95
Porción corriente deuda bancaria	64.395	70.968	99.838	6,79	7,58	10,79
Obligaciones con accionistas y terceros	36.812	0	64.373	3,88	-	6,96
Otras	9.788	11.190	42.799	1,03	1,20	4,63
Cuentas por pagar	178.188	182.801	137.772	18,79	19,53	14,89
Impuesto a la renta y participacion trabaja	1.648	0	5.276	0,17	-	0,57
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	290.830	264.959	350.058	30,67	28,30	37,83
				-	-	-
Deuda bancaria LP	266.301	195.057	160.171	28,08	20,83	17,31
CXP Accionistas	261.822	261.822	201.772	27,61	27,97	21,81
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	528.123	456.879	361.943	55,69	48,80	39,12
				-	-	-
Capital social	8.178	8.178	8.178	0,86	0,87	0,88
Reserva legal	360	4.089	4.089	0,04	0,44	0,44
Resultados acumulados	120.903	202.134	201.016	12,75	21,59	21,72
TOTAL PATRIMONIO	129.441	214.401	213.283	13,65	22,90	23,05
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO	948.394	936.239	925.283	100,00	100,00	100,00

Nota: Tomados de "Balances declarados al SRI" Formularios 101 Iglesias Tapia Cía. Ltda.

A fin de realizar el anterior análisis se han incluido las cifras históricas de los Balances declarados al SRI de los años 2010, 2011 así como los estados financieros internos del 2012. Es importante mencionar que la compañía arrancó sus operaciones el 15

de Octubre del 2009, generando ventas por 1.3 millones de dólares y una utilidad neta de aproximadamente cincuenta mil dólares, por tanto para el presente análisis consideraremos información que sea comparable, es decir, tomaremos los estados financieros de los años completos desde el 2010 al 2012. En el análisis vertical del Estado de Situación Financiera de Iglesias Tapia podemos observar que durante los pasados tres años el promedio de la conformación del activo corriente y activo no corriente ha sido del 40% y 60% respectivamente, se puede evidenciar que la participación del activo no corriente ha tenido un incremento lo cual obedece a las inversiones en instalaciones (activos fijos) realizadas por la compañía para la construcción de oficinas administrativas en el mismo perímetro de la estación de servicios. Se puede notar el apareamiento de la cuenta de inversiones temporales del año 2010 al 2011 debido a que la compañía realizó una inversión por USD 180.000 en Dineros.

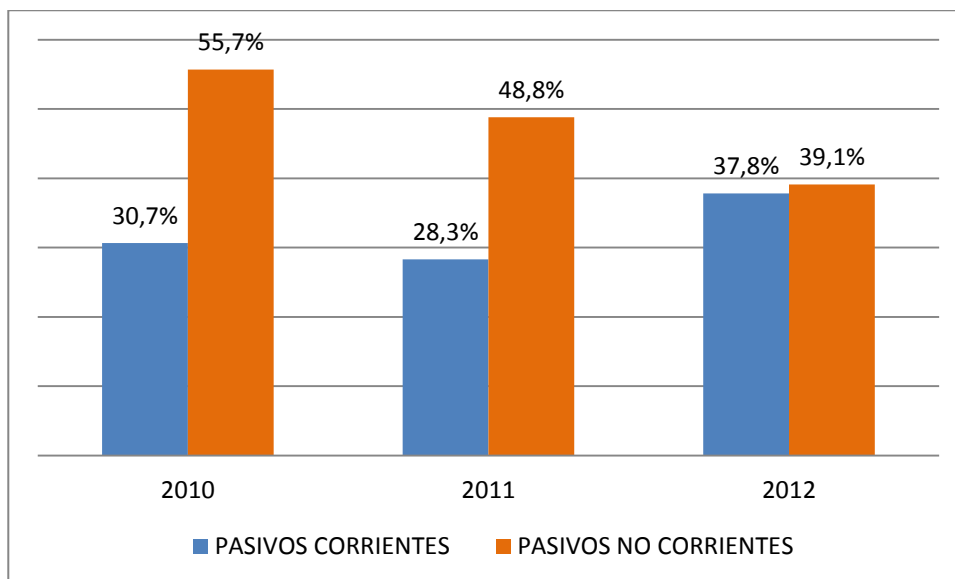
Se puede evidenciar que Iglesias Tapia ha disminuido permanentemente sus niveles de endeudamiento, mientras en el año 2010 sus pasivos superaban USD 818 mil, a diciembre 2012 los mismos no superan los USD 712 mil. La reducción de los pasivos de la compañía está asociada con la decisión de fortalecer la estructura patrimonial, a través de la decisión de no distribuir la totalidad de las utilidades retenidas.

Como se puede observar en la gráfica No.10 a diciembre de 2012, los pasivos corrientes de Iglesias Tapia representaron el 37,8% de los activos totales, y los pasivos de largo plazo el 39,1%.

Como cuentas por pagar a accionistas a largo plazo se registran USD 261M a diciembre del 2011 que representaron el 28% del activo total. El nivel de apalancamiento se ve afectado por la política de repartición de dividendos que ha manejado la empresa, a

través de la cual, inicialmente, la compañía tenía la tendencia a distribuir mayores dividendos.

Gráfica No. 10: Pasivo corriente vs Pasivo no corriente 2010 a 2012



Nota: Tomado de "Estados Financieros de la Compañía, Composición del Pasivo, año 2010, 2011, y 2012.

#### 1.6.1.2. Análisis Vertical del Estado de Resultados – e Interpretación

A continuación se presenta el análisis vertical del Estado de Resultados de los pasado tres años 2010 al 2012:



Cuadro No. 12: Análisis Vertical del Estado de Resultados

IGLESIAS TAPIA CIA. LTDA.	DATOS HISTORICOS			ANALISIS VERTICAL		
	dic-10	dic-11	dic-12	% dic-10	% dic-11	% dic-12
ESTADO DE RESULTADOS						
Ventas Netas	7.752.977	6.758.761	7.976.297	100,00	100,00	100,00
Costo de Ventas	6.935.382	6.041.865	7.158.504	89,45	89,39	89,75
UTILIDAD BRUTA	817.595	716.896	817.794	10,55	10,61	10,25
				-	-	-
Administración y ventas	561.816	452.898	480.010	7,25	6,70	6,02
Depreciaciones y amortizaciones	52.779	40.973	42.498	0,68	0,61	0,53
UTILIDAD OPERATIVA	203.000	223.026	295.285	2,62	3,30	3,70
				-	-	-
Gastos financieros	90.761	34.463	110.500	1,17	0,51	1,39
Otros	8.665	13.571	16.375	0,11	0,20	0,21
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO	120.904	202.133	201.161	1,56	2,99	2,52
				-	-	-
Participación trabajadores	18.136	30.320	46.749	0,23	0,45	0,59
Impuesto a la renta corriente	27.596	41.292	35.515	0,36	0,61	0,45
				-	-	-
UTILIDAD NETA	75.172	130.522	118.897	0,97	1,93	1,49

*Nota:* Tomados de "Balances declarados al SRI" Años 2010, 2011, 2012 Iglesias Tapia Cía. Ltda.

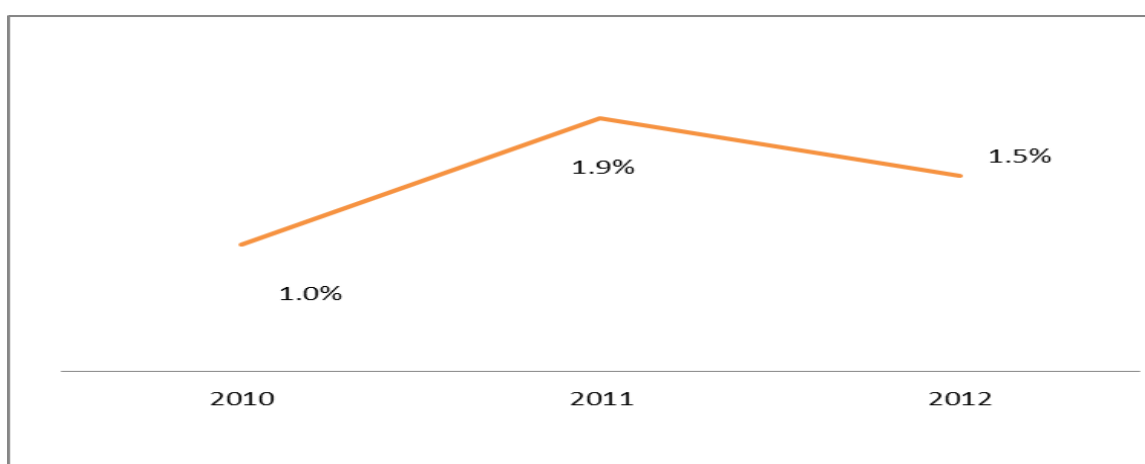
Los últimos tres años Iglesias Tapia ha mantenido constante su margen de utilidad bruta en el orden del 10% y una utilidad neta en la última línea del 2%. Como consideraciones importantes de este comportamiento tenemos a las siguientes:

- 1) Durante el 2010 los servicios de transporte representan el 15% del total de los gastos. Adicionalmente, el 80% de las utilidades del año 2010 se invirtieron en material eléctrico e instalaciones en la estación de servicio.
- 2) Se puede observar el decrecimiento que ha tenido el gasto administrativo y de ventas durante los últimos años pasando del 7% al 6% entre el 2010 y 2012. Este decrecimiento guarda una relación directa principalmente con las políticas que ha implementado la compañía para la reducción de gastos.

3) Los gastos financieros han experimentado un decrecimiento entre el 2010 y 2011 pasando del 1.17% a 0.51% y entre los años 2011 al 2012 experimentó un incremento pasando al 1.39%. Este comportamiento se debe al pago de intereses por obligaciones que mantiene la compañía con instituciones del sistema financiero así como con sus propios accionistas.

En la gráfica No.11 veremos el comportamiento que ha tenido la utilidad neta:

Gráfica No.11 Tendencia de la Utilidad Neta 2010 a 2012



Nota: Tomados de "Balances declarados al SRI" en Formularios 101, Iglesias Tapia Cía. Ltda.

La utilidad neta porcentualmente experimentó un incremento al compararla con las ventas totales entre el 2010 y el 2011 para durante los últimos dos años experimentar una ligera disminución, esta situación obedece a que la compañía reaccionó positivamente ante la caída de las ventas experimentada durante el 2011 y las medidas eficientes para el control del gasto administrativo cuyo impacto se pudo notar en los años 2011 y 2012 el cual se redujo del 7.25% al 6.02%.

## 1.6.2. ANALISIS HORIZONTAL

### 1.6.2.1. Análisis Horizontal del Estado de Situación Financiera

Cuadro No. 13: Análisis Horizontal del Estado de situación financiera.

IGLESIAS TAPIA CIA. LTDA. BALANCE GENERAL	ANALISIS HORIZONTAL					
	dic-10	dic-11	dic-12	dic-10 %	dic-11 %	dic-12 %
<b>ACTIVO TOTAL</b>	948.394	936.239	925.283	- 4,78	- 1,28	- 1,17
Caja y bancos	114.727	102.212	48.237	13,70	- 10,91	- 52,81
Inversiones temporales	0	183.800	187.299	-	-	1,90
Cuentas x cobrar total	225.805	0	34.772	691,93	- 100,00	100,00
Otras	96.483	132.766	84.150	- 51,87	37,61	- 36,62
Inventario	8.250	19.370	10.582	- 71,56	134,78	- 45,37
<b>TOTAL ACTIVOS CORRIENTES</b>	445.266	438.148	365.040	24,06	- 1,60	- 16,69
				-	-	-
Propiedad, Mobiliario y Equipo	501.330	495.810	560.244	11,45	- 1,10	13,00
<b>TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	503.128	498.091	560.244	- 21,02	- 1,00	12,48
				-	-	-
<b>PASIVO TOTAL</b>	818.953	721.838	712.001	- 13,29	- 11,86	- 1,36
Porción corriente deuda bancaria	64.395	70.968	99.838	-	-	-
Obligaciones con accionistas y terceros	36.812	0	64.373	- 86,27	- 100,00	100,00
Otras	9.788	11.190	42.799	-	14,32	282,48
Cuentas por pagar	178.188	182.801	137.772	-	2,59	- 24,63
Impuesto a la renta y participacion trabaja	1.648	0	5.276	- 90,05	- 100,00	100,00
<b>TOTAL PASIVOS CORRIENTES</b>	290.830	264.959	350.058	- 49,36	- 8,90	32,12
				-	-	-
Deuda bancaria LP	266.301	195.057	160.171	- 28,07	- 26,75	- 17,88
CXP Accionistas	261.822	261.822	201.772	100,00	-	- 22,94
<b>TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES</b>	528.123	456.879	361.943	42,64	- 13,49	- 20,78
				-	-	-
Capital social	8.178	8.178	8.178	354,33	-	-
Reserva legal	360	4.089	4.089	-	1.035,83	-
Resultados acumulados	120.903	202.134	201.016	145,15	67,19	- 0,55
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	129.441	214.401	213.283	151,44	65,64	- 0,52
<b>TOTAL PASIVO + PATRIMONIO</b>	948.394	936.239	925.283	- 4,78	- 1,28	- 1,17

*Nota:* Tomados de "Balances declarados al SRI" Años 2010, 2011, 2012 Iglesias Tapia Cía. Ltda.

En el análisis horizontal la compañía se ha tomado en cuenta la información teórica de los tres últimos años del 2010 al 2012. Se observa una contracción acumulada del 2.5% en el total de los activos. Esto último tiene una relación directa con la disminución de las ventas principalmente ocurrido durante el año 2011, originada principalmente por el deslave ocurrido en la Av. Simón Bolívar y el cierre del acceso al carril sur – norte.

Se puede notar que la variación de las cuentas por cobrar entre el 2011 y el 2012 ocasionada por la implementación de una nueva política de créditos.

La norma en la venta de combustible de la estación es al contado, sin embargo, previo al pago de una garantía se procede a ventas a crédito a instituciones corporativas como son

La Policía Metropolitana y Emaseo y a la Empresa Transerinter, instituciones debidamente calificadas por un estudio interno de la empresa. La compañía ha creado un porcentaje como norma o criterio para la venta de combustible a crédito del 10% del total de ventas.

Sin embargo se puede indicar que los porcentajes en algunos meses superan este índice, esta situación ha dado lugar a que exista una liquidez para el cliente y una iliquidez para la empresa superando en un 6.98% en el mes de mayo del 2011.

En cuanto a este particular se puede observar que la compañía no se sujeta a la norma especificada inicialmente o sea del 10% del crédito de la venta del combustible sino que al momento que supera este porcentaje se financia al cliente; como tampoco se exige el incremento de la garantía para cubrir el desfase en el monto utilizado por el cliente. Una de las variaciones más importante se observa en el rubro de las inversiones temporales, debido a que la compañía ha decidido ubicar sus excesos de efectivo en inversiones de corto plazo con el fin de evitar mantener dineros ociosos en las instituciones financieras.

Otra de las variaciones más importantes se puede observar en el rubro de activos fijos, debido a que la empresa durante el 2012 ha realizado inversiones en nuevas instalaciones, mobiliario y equipos.

### 1.6.2.2. Análisis Horizontal del Estado de Resultados

Cuadro No. 14: Análisis Horizontal del Estado de Resultados

IGLESIAS TAPIA CIA. LTDA.	DATOS HISTORICOS			ANALISIS HORIZONTAL		
	dic-10	dic-11	dic-12	dic-10 %	dic-11 %	dic-12 %
<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>						
Ventas Netas	7.752.977	6.758.761	7.976.297	483,80	- 12,82	18,01
Costo de Ventas	6.935.382	6.041.865	7.158.504	481,29	- 12,88	18,48
UTILIDAD BRUTA	817.595	716.896	817.794	505,99	- 12,32	14,07
				-	-	-
Administración y ventas	561.816	452.898	480.010	869,04	- 19,39	5,99
Depreciaciones y amortizaciones	52.779	40.973	42.498	-	- 22,37	3,72
UTILIDAD OPERATIVA	203.000	223.026	295.285	164,34	9,86	32,40
				-	-	-
Gastos financieros	90.761	34.463	110.500	1.073,99	- 62,03	220,63
Otros	8.665	13.571	16.375	73,18	- 50,32	20,66
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO	120.904	202.133	201.161	55,15	67,19	- 0,48
				-	-	-
Participación trabajadores	18.136	30.320	46.749	55,15	67,19	54,19
Impuesto a la renta corriente	27.596	41.292	35.515	66,65	49,63	- 13,99
				-	-	-
UTILIDAD NETA	75.172	130.522	118.897	51,32	73,63	- 8,91

*Nota:* Tomados de "Balances declarados al SRI" Años 2010, 2011, 2012 Iglesias Tapia Cía. Ltda.

El análisis horizontal del estado de resultados demuestra la recuperación en la generación de ingresos por parte de la compañía, principalmente como se puede observar entre la información comparable entre el 2011 y el 2012 habiendo existido previamente una contracción en las ventas entre los periodos 2010 y 2011.

Sin embargo de la situación expuesta se puede notar que la compañía ha continuado con sus planes de implementación de nuevos productos, tal es el caso de las ventas a crédito. Entre sus principales clientes encontramos a La Policía Metropolitana, Emaseo y la empresa de transporte Transerinter, las cuales han sido debidamente calificadas por un estudio interno realizado en la empresa. La compañía ha establecido como política que el 10% de su total de ventas pueden ser a crédito, aunque no se cumple completamente esta

política ya que en muchos meses sujetos a análisis se puede evidenciar que la compañía supera dicho límite en la venta de combustible a crédito.

Por otra parte se puede notar que la compañía tuvo una disminución considerable en sus gastos de administración y ventas entre sus años del 2010 y 2011 y un ligero incremento entre sus años 2011 y 2012.

Esta situación se explica porque la compañía decidió pasar de la cuenta de anticipos hacia el gasto por aquellos gastos incurridos para la construcción de la estación de servicios Andes Gas. Sin embargo para el año 2012 se puede observar que el gasto de administración y ventas representa el 6% de las ventas totales, aunque todavía no se encuentra en el mínimo requerido que es del 5%, motivo por el cual la compañía debe realizar un análisis, control y reducción de costos y gastos con el fin de cumplir con sus metas.

Existen varios factores externos que impactan sobre el incremento o decremento de ventas, podemos observar entonces que a inicios del 2010 se mantiene un crecimiento del 11% sin embargo a raíz de la aplicación de la medida de regulación vehicular pico y placa en mayo de 2010 existe un decremento del 5% que se mantiene hasta junio del mismo año.

Pero a partir de julio de 2010 la misma medida ocasiona el incremento de usuarios de la Av. Simón Bolívar como alternativa de movilidad de sur a norte y viceversa, esto beneficia a la estación de servicio ya que se incrementan las ventas en un 8%. Para finales de año se mantiene la tendencia llegando a las festividades con un 15%

A inicios del 2011, la compañía mantuvo un incremento del 10%, pero en mayo existe un decremento del 47%, lo cual obedece principalmente al cierre de la Av. Simón Bolívar

ocasionada por el derrumbe de una montaña a 2km de la estación de servicio, situación que afecta las ventas durante los meses de junio a noviembre cuando se reapertura la avenida totalmente y las ventas se recuperan parcialmente en diciembre debido a la aplicación de promociones y a las festividades.

Finalmente en el 2012 se observa un incremento del 18% en promedio frente al año anterior, esto obedece a la confianza de los clientes y lealtad ya que muchos vuelven a ser usuarios permanentes o clientes frecuentes de la Av. Simón Bolívar. Cabe recalcar que otro factor importante para el incremento de ventas es la realización de contratos de abastecimiento de combustible con empresas constructoras que trabajan a lo largo de la avenida y requieren altas cantidades de diesel para su maquinaria.

### **1.7. ANÁLISIS DE INDICADORES**

Los ratios son un instrumento elemental, pero de notable eficacia, para el análisis de empresas desde un enfoque técnico o económico. Aun cuando los ratios tienen numerosas aplicaciones son los ratios financieros y en particular los de Balance y Cuenta de Resultado los que se aplican con mayor frecuencia.

En su análisis R. Alonso Sebastian, A. Villa Pérez A. (2007) señalaron que través de los ratios pueden detectarse cambios en la productividad, solvencia, rentabilidad, y gestión de una empresa en un periodo de tiempo, comparando valores a lo largo del periodo considerado. Pueden también compararse los valores de la empresa con los de otras empresas del mismo sector y similar tamaño, y con los de la empresa ideal. Este método permite calcular los ratios medios de las empresas de un sector y caracterizar mediante ellos el mismo, dando una visión de conjunto. (p. 163)

### 1.7.1. Indicadores de liquidez

Diagnostica la capacidad de la empresa para cumplir sus obligaciones de pago en un plazo inferior a un año. El óptimo de este ratio no se puede fijar de modo estándar por la variedad de porcentaje que presenta cada una de las partidas que intervienen en su formulación en los diversos sectores del panorama empresarial.

Valores muy bajos indican riesgo de suspensión de pagos, y valores muy altos informan del mantenimiento de activos circulantes ociosos.

#### 1.7.1.1. Liquidez corriente

Mide la capacidad de la empresa para satisfacer sus deudas en fechas de vencimiento. Su formulación abarca conceptos amplios ya que incluye las existencias. A mayor valor del ratio, más seguridad de que la empresa puede cumplir sus obligaciones de pago.

La fórmula de este indicador así como los resultados de este ratio para Iglesias Tapia son los siguientes:

FÓRMULA	2010		2011		2012	
Activo Corriente /	<u>445.266</u>	1,53	<u>438.148</u>	1,65	<u>365.040</u>	1,04
Pasivo Corriente	290.830		264.959		350.058	

Estas cifras demuestran que durante los años 2010 al 2012 los activos corrientes, principalmente los más líquidos como el efectivo fueron suficientes para cubrir sus operaciones normales. Principalmente se nota un crecimiento importante en el año 2011 cuando el índice alcanza su nivel más alto al 1,65. Se nota el peso del efectivo debido a la política de cobro que mantiene la compañía la cual señala que son siete los días de crédito (aunque inclusive el ratio de días de cartera en realidad es aún más bajo que los días según la política). Adicionalmente, la cartera representa una parte no significativa dentro de los activos totales.



### 1.7.1.2. Prueba ácida

Es una modalidad del ratio de liquidez, en los que se compara la tesorería (es decir los activos más disponibles como son el efectivo y las cuentas por cobrar) frente al total de sus obligaciones corriente. Es conocido también como “ratio de tesorería”. Mide la capacidad de una empresa para pagar sus obligaciones de corto plazo.

Nos da una medida más realista sobre si los medios líquidos o convertibles en dinero con facilidad son suficientes para cubrir las deudas a corto plazo.

No se puede precisar cuál es el valor ideal para este indicador, pero, en principio, el más adecuado podría acercarse a 1, aunque es admisible por debajo de este nivel, dependiendo del tipo de empresa y de la época del año en la cual se ha hecho el corte del balance.

La fórmula y los resultados de este ratio para Iglesias Tapia son los siguientes:

FÓRMULA	2010		2011		2012	
(Activo Corriente - Inventarios) / Pasivo Corriente	<u>437.015</u>	1,50	<u>418.778</u>	1,58	<u>354.458</u>	1,01
	290.830		264.959		350.058	

Se puede observar que la compañía aún se encuentra en una posición favorable aun luego de descontar los inventarios, que son los menos líquidos, posibilitándole a Iglesias Tapia el cumplir con sus obligaciones de corto plazo sin mayor dificultad.

### 1.7.2. Indicadores de endeudamiento – solvencia

Los indicadores de endeudamiento o solvencia tienen por objeto medir la capacidad de la empresa para honrar sus deudas en las fechas de vencimiento. Su formulación abarca conceptos más amplios que el de liquidez. A menor valor del ratio, más seguridad de que la empresa pueda cumplir sus obligaciones de pago.

Desde el punto de vista de los administradores de la empresa, el manejo del endeudamiento es todo un arte y su optimización depende, entre otras variables, de la situación financiera de la empresa en particular, de los márgenes de rentabilidad de la misma y del nivel de las tasas de interés vigentes en el mercado, teniendo siempre presente que trabajar con dinero prestado es bueno siempre y cuando se logre una rentabilidad neta superior a los intereses que se debe pagar por ese dinero. Por su parte los acreedores, para otorgar nuevo financiamiento, generalmente prefieren que la empresa tenga un endeudamiento "bajo", una buena situación de liquidez y una alta generación de utilidades, factores que disminuyen el riesgo de crédito.

#### 1.7.2.1. Endeudamiento frente al activo

Este ratio se utiliza para determinar la proporción de deuda que tiene una empresa y poder diagnosticar el grado de autonomía financiera que presenta frente a terceros (si está poco o muy endeudada). Relaciona el volumen de la deuda con respecto al total de la estructura financiera con que cuenta la empresa. Esta relación explica la magnitud en la que los acreedores afectan al financiamiento de la empresa. Cuando el índice es elevado indica que la empresa depende mucho de sus acreedores y que dispone de una limitada capacidad de mayor endeudamiento, o lo que es lo mismo, se está descapitalizando y funciona con una estructura financiera más arriesgada. Por el contrario, un índice bajo representa un elevado grado de independencia de la empresa frente a sus acreedores.

La fórmula y los resultados de este ratio para los años 2010 al 2012 para la compañía

Iglesias	Tapia	son	los	siguientes:
<b>FÓRMULA</b>	<b><u>2010</u></b>	<b><u>2011</u></b>	<b><u>2012</u></b>	
Pasivo Total/ Activo Total	<u>818.953</u> 948.394	0,86	<u>721.838</u> 936.239	0,77
			<u>712.001</u> 925.283	0,77

Aunque se puede observar una reducción de un año a otro en este índice, no se podría considerar que esta relación se encuentre en los niveles más adecuados, considerando que las teorías financieras modernas han establecido que el índice ideal en esta relación es del 60% para pasivos y del 40% para patrimonio. La reducción obedece a que la compañía ha fortalecido su patrimonio a través de la no distribución del 100% de las utilidades líquidas y disponibles para reparto.

### 1.7.2.2. Endeudamiento frente al Patrimonio

Es un ratio de estructura del pasivo, que compara las deudas con terceros y el patrimonio neto de la empresa. Con este ratio se puede ver en qué proporción la empresa está siendo financiada por recursos ajenos. A mayor valor del ratio, la deuda supone una mayor carga para la empresa y, en consecuencia, una mayor coste por intereses, menores beneficios y una disminución de la liquidez.

Esta razón de dependencia entre propietarios y acreedores, sirve también para indicar la capacidad de créditos y saber si los propietarios o los acreedores son los que financian mayormente a la empresa, mostrando el origen de los fondos que ésta utiliza, ya sean propios o ajenos e indicando si el capital o el patrimonio son o no suficientes.

La fórmula y los resultados de este ratio para los años 2010 al 2012 para la compañía son los siguientes:

FÓRMULA	2010		2011		2012	
Pasivo Total / Patrimonio	<u>818.953</u>	6,33	<u>721.838</u>	3,37	<u>712.001</u>	3,34
	129.441		214.401		213.283	

Es muy significativa y positiva la reducción de este índice en la compañía. Se ha logrado una reducción considerable del pasivo entre 2010 y 2012 bajando el índice desde

6.33 al 3.34. Es importante considerar que la compañía ha realizado acuerdos con la banca privada ecuatoriana a través de los cuales se ha establecido que el endeudamiento (pasivo) no puede superar los tres puntos frente al patrimonio, relación tres a uno; como se puede observar la compañía, al cierre del año 2012 está muy cerca del requerimiento de la banca privada.

Es digno de mención que este índice se encuentra muy cerca de los límites establecidos para empresas que cotizan en el mercado de valores ecuatoriano, en cuyo caso las exigencias en esta relación son muy estrictas.

### **1.7.3. Indicadores de eficiencia y gestión**

Los indicadores de gestión son medidas utilizadas para determinar el éxito de un proyecto o una organización. Los indicadores de gestión suelen establecerse por los líderes del proyecto u organización, y son posteriormente utilizados continuamente a lo largo del ciclo de vida, para evaluar el desempeño y los resultados. Los indicadores de gestión suelen estar ligados con resultados cuantificables, como ventas anuales o reducción de costos en manufactura.

Para que un indicador de gestión sea útil y efectivo, tiene que cumplir con una serie de características, entre las que destacan: Relevante (que tenga que ver con los objetivos estratégicos de la organización), claramente definido (que asegure su correcta recopilación y justa comparación), fácil de comprender y usar, comparable (se pueda comparar sus valores entre organizaciones, y en la misma organización a lo largo del tiempo), verificable y costo-efectivo (que no haya que incurrir en costos excesivos para obtenerlo).

### 1.7.3.1 Periodo medio de cobranza

Este ratio indica el tiempo en que tarda en cobrar la empresa a sus clientes. La calidad de las cuentas a cobrar de una empresa viene medida por esta relación. Señala el periodo durante el cual la empresa dejará de percibir ingresos de efectivo por concepto de las cuentas por cobrar. La fórmula y los resultados de este ratio para los años 2010 al 2012 para Iglesias Tapia son los siguientes:

FÓRMULA	2010	2011	2012
(Cuentas por Cobrar * 360) / Ventas	$\frac{225.805}{7.752.977}$ 10,48	$\frac{0}{6.758.761}$ -	$\frac{34.772}{7.976.297}$ 1,57

Se observa un mejoramiento constante de un año a otro en este índice, habiendo pasado del 10.48 en 2010 al 1.57 en el 2012. Alrededor del 14% de las ventas totales de la estación de servicios son a crédito. La compañía mantiene como política el otorgar crédito hasta de siete días a partir de la facturación, pero es muy importante el notar que aunque los clientes tienen dichos días, la cobranza se produce antes. Es esta política la que ha permitido a la compañía obtener los índices cada vez más bajos de un año a otro y manteniendo una cartera sana de apenas el 3.8% de los activos totales como se pudo notar a través del análisis vertical de sus estados financieros.

### 1.7.3.2 Periodo de inmovilización de inventario

Este ratio es una guía de la velocidad a la que se mueven las existencias. El control de existencias es uno de los principales objetivos de la compañía. Un escaso control puede derivar en un alto coste de almacenamiento. Los resultados altos de este ratio indican un exceso de existencias y los resultados bajos pueden reflejar insuficiencia de existencias para atender a la demanda con la consiguiente pérdida en las ventas.

La fórmula y los resultados de este ratio para los años 2010 al 2012 son los siguientes:

<b>FÓRMULA</b>	<b>2010</b>		<b>2011</b>		<b>2012</b>	
(Inventario*360) / costo de ventas	<u>8.250</u>	0,43	<u>19.370</u>	1,15	<u>10.582</u>	0,53
	6.935.382		6.041.865		7.158.504	

Los bajos índices que se observan según el análisis expuesto demuestran claramente la política que mantiene la compañía de reabastecer sus tanques de combustible de forma permanente cada dos días; sin embargo de lo cual la compañía no debe perder de vista que estos días tan cortos podrían significar, eventualmente, desabastecimiento, por lo que deberá estar atenta con el fin de realizar el reabastecimiento en forma oportuna.

### **1.7.3.3 Rotación de Ventas sobre el Activo Total**

Su resultado indica el ingreso anual por unidad monetaria invertida en la empresa. Es decir, la capacidad generadora de ventas que tienen los activos. Este ratio mide la eficiencia de una empresa a la hora de generar ventas con los activos de los que dispone. Cuanto mayor sea este ratio se generan más ventas con el activo total.

Este indicador se lo conoce como "coeficiente de eficiencia directiva", puesto que mide la efectividad de la administración. Mientras mayor sea el volumen de ventas que se pueda realizar con determinada inversión, más eficiente será la dirección del negocio.

Para un análisis más completo se lo asocia con los índices de utilidades de operación a ventas, utilidades a activo y el período medio de cobranza.

La fórmula y los resultados de este ratio para Iglesias Tapia son los siguientes:

<b>FÓRMULA</b>	<b>2010</b>		<b>2011</b>		<b>2012</b>	
Ventas / Activo Total	<u>7.752.977</u>	8,17	<u>6.758.761</u>	7,22	<u>7.976.297</u>	8,62
	948.394		936.239		925.283	

Se puede notar un mejoramiento en este índice pasando del 8.17 que mantenía en el 2010 a un 8.62 en el año 2012 debido a la reacción positiva que tuvo la compañía mejorando su capacidad de generación de ingresos, demostrando por tanto una mejor utilización de sus recursos propios (activos totales).

En el año 2011 se nota la disminución en la generación de ingresos debido a los eventos externos que tuvo que afrontar la empresa tales como el derrumbe ocurrido en el sector de La Forestal en la Av. Simón Bolívar así como el cierre, sobre la misma avenida, de una de las entradas que posibilitaba girar a la altura de la gasolinera

#### **1.7.3.4 Período Medio de Pago**

El plazo o periodo medio de pago indica el número de días, en promedio, que tarda una empresa en pagar a sus proveedores. Este coeficiente es mucho más relevante si se lo compara con los índices de liquidez y el período medio de cobranza ya que juntos constituyen el ciclo de caja. Cuanto más elevado sea el valor de este ratio, más se demora el pago a los proveedores, lo que revela que la compañía se está financiando gracias a éstos.

Hoy en día, las empresas buscan con sus proveedores estratégicos tener una relación “win to win” en la que ambas partes salgan fortalecidas. Por ejemplo, en el sector de la automoción, la relación y sincronización con los proveedores es vital, pues una rotura de suministro en la cadena de montaje puede suponer la pérdida de varios cientos de millones. La fórmula y los resultados de este ratio para la compañía por los años comprendidos entre el 2010 y 2012 son los siguientes:

<b>FÓRMULA</b>	<b>2010</b>		<b>2011</b>		<b>2012</b>	
(Cuentas y Documentos por Pagar * 360) / Compras	<u>178.188</u>	9,25	<u>182.801</u>	10,89	<u>137.772</u>	6,93
	6.935.382		6.041.865		7.158.504	

La política de mantener créditos a 4 días con su principal proveedor que es Petroecuador, guarda estrecha relación con este índice, dado que se observa que el ratio tiene tendencia a la baja de un año a otro. Sin embargo, mientras este índice sea más alto mejor será para la compañía en vista de que cada vez contará con mayores días para pagar sus obligaciones a Petroecuador.

Mientras que su capacidad para recuperar su cartera y rotar sus inventarios juntas, con dificultad, apenas superan los dos días, dando un resultado neto positivo para la compañía de 5 días en su ciclo de caja.

#### **1.7.3.5 Impacto Gastos Administración y Ventas**

Los márgenes operativos de una empresa, y no es la excepción de la compañía, podrían verse afectados si no se mantiene un adecuado control de sus gastos de administración y ventas (gastos operacionales).

Normalmente se considera que esta relación entre los gastos de administración y ventas frente a las ventas netas totales no debería exceder del 5%.

La fórmula y los resultados de este ratio para Iglesias Tapia son los siguientes:

<b>FÓRMULA</b>	<b>2010</b>		<b>2011</b>		<b>2012</b>	
Gastos Administrativos y de Ventas / Ventas	<u>561.816</u>	7%	<u>452.898</u>	7%	<u>480.010</u>	6%
	7.752.977		6.758.761		7.976.297	

Con este fin, el índice del impacto de los gastos de administración y ventas, si bien una empresa puede presentar un margen bruto relativamente aceptable, puede verse disminuido por la presencia de fuertes gastos operacionales que determinarán un bajo margen operacional.



El deterioro de la opción de capitalización vía utilidades podría impulsar a la vez a un peligroso endeudamiento que, a mediano plazo, restrinja los potenciales beneficios que generaría la compañía

Se puede observar que en el último año la compañía ha tenido una ligera disminución del gasto operacional, bajando un punto entre el 2011 y 2012, lo cual es positivo, dado que refleja el interés de la compañía por mantener un control adecuado del gasto.

Es importante mencionar que, de acuerdo con la teoría financiera, este índice se acerca al 5% del total de ventas, lo cual es considerado teóricamente como lo óptimo.

#### **1.7.3.6 Impacto de la Carga Financiera**

La necesidad de prever esta situación hace que el cálculo de este índice crezca en importancia, adicionalmente porque podría disminuir las posibilidades de fortalecer su patrimonio y la distribución de utilidades, con lo cual las expectativas de crecimiento serían escasas. El deterioro de la opción de capitalización vía utilidades podría impulsar a la vez a un peligroso endeudamiento que, a mediano plazo, restrinja los potenciales beneficios que generaría la compañía.

Los resultados de este ratio para el 2010 al 2012 para la compañía son los siguientes:

<b>FÓRMULA</b>	<b>2010</b>		<b>2011</b>		<b>2012</b>	
Gastos Financieros / Ventas	<u>90.761</u>	1,17%	<u>34.463</u>	0,51%	<u>110.500</u>	1,39%
	7.752.977		6.758.761		7.976.297	

Este ratio se ha mantenido en niveles constantes a lo largo de los años debido a los esfuerzos de la compañía por mantener controlado su endeudamiento tanto con el sistema financiero nacional como con el endeudamiento con sus propios accionistas.

#### 1.7.4. Indicadores de rentabilidad

Tanto los gestores como las personas interesadas en determinar si una empresa constituye una buena opción de inversión deben comprender qué significa la rentabilidad de dicha compañía.

Existe gran cantidad de indicadores de rentabilidad, y cada uno nos proporciona informaciones distintas. Para saber qué indicador hay que utilizar es importante entender bien qué tipo de rentabilidad se está buscando. Un competidor estará más interesado en la rentabilidad operativa de la empresa para saber lo eficiente y rentable que está siendo con el nivel de precios actuales. Por otro lado, un accionista contemplará también la rentabilidad operativa, pero principalmente estará interesado en la rentabilidad del capital que ha invertido en la compañía.

Veremos a continuación los principales ratios de rentabilidad operativa y financiera de una compañía

##### 1.7.4.1. Rentabilidad Neta del Activo (Análisis Du Pont)

La rentabilidad neta del activo muestra la capacidad del activo para producir utilidades. Si bien la rentabilidad neta del activo se puede obtener dividiendo la utilidad neta para el activo total, la variación presentada en su fórmula, conocida como “Sistema Dupont”, permite relacionar la rentabilidad de ventas y la rotación del activo total, con lo que se puede identificar las áreas responsables del desempeño de la rentabilidad del activo.

La fórmula y los resultados de este ratio para los años 2010 al 2012 para la compañía son los siguientes:

FÓRMULA	2010	2011	2012
(Utilidad Neta / Ventas) * (Ventas / Activo Total)	<u>0,00970</u> 7,93%	<u>0,01931</u> 13,94%	<u>0,01491</u> 12,85%
	8,17	7,22	8,62

Es importante notar que, pese a que durante el 2011 la compañía tuvo una disminución de sus ventas, la utilidad neta frente al total de activos tiene un repunte, esta situación obedece principalmente a la disminución de los gastos financieros y de los gastos de administración y ventas.

Situación que demuestra el interés de la administración de la compañía en mantener controlados los gastos, principalmente en momentos de crisis como la experimentada en la disminución de las ventas del 2011, y acciones oportunas frente a la crisis.

#### 1.7.4.2. Margen Bruto

El margen bruto nos permite conocer cuál es la rentabilidad que obtiene la compañía una vez que se descuentan sus costos, lo que es lo mismo que decir que permite conocer la rentabilidad de las ventas frente a su costo.

Los resultados de este ratio para el 2010 al 2012 para la compañía son los siguientes:

<b>FÓRMULA</b>	<b>2010</b>		<b>2011</b>		<b>2012</b>	
Ventas Netas – Costo de Ventas / Ventas	<u>817.595</u>	10,55%	<u>716.896</u>	10,61%	<u>817.794</u>	10,25%
	7.752.977		6.758.761		7.976.297	

Se puede observar que la compañía, desde el inicio de sus operaciones en el año 2009 ha mantenido constante su margen bruto.

Esta situación obedece a que Petrocomercial mantiene constantes sus precios de venta a sus distribuidoras (estaciones de servicio) y es Petroecuador la que determina, a su vez, el precio de venta a los clientes finales en las estaciones de servicio, como es el caso de la compañía.

En pocas palabras, el control del margen bruto no se encuentra en manos de la compañía sino en las de Petroecuador.

### 1.7.4.3. Margen Operacional

Esta razón o ratio mide el porcentaje de utilidad operacional que queda después de descontar a las ventas su costo y los gastos operacionales de administración y ventas.

Los gastos financieros no deben considerarse como gastos operacionales, puesto que teóricamente no son absolutamente necesarios para que la empresa pueda operar. Una compañía podría desarrollar su actividad social sin incurrir en gastos financieros, por ejemplo, cuando no incluye deuda en su financiamiento, o cuando la deuda incluida no implica costo financiero por provenir de socios, proveedores o gastos acumulados.

Este indicador es de gran importancia ya que registra si el negocio en sí mismo es lucrativo o no, si es rentable o no, independientemente de la forma como se haya financiado y sin tener en cuenta otro tipo de ingresos diferentes a la actividad principal del negocio.

La fórmula así como los resultados de este ratio para Iglesias Tapia son los siguientes:

<b>FÓRMULA</b>	<b>2010</b>		<b>2011</b>		<b>2012</b>	
Utilidad Operacional / Ventas	<u>203.000</u>	2,62%	<u>223.026</u>	3,30%	<u>295.285</u>	3,70%
	7.752.977		6.758.761		7.976.297	

El margen operacional de la compañía ha experimentado un mejoramiento constante de un año a otro debido principalmente a: crecimiento de sus ventas, principalmente el que tuvo lugar en el año 2012 y políticas tendientes a la reducción de los gastos de administración y de ventas. Tal es así que desde el 2010 al 2012 la tendencia de la

participación de estos gastos frente al total de ventas es a la baja, como se pudo evidenciar a través del análisis de los estados de resultados.

#### 1.7.4.4. Rentabilidad Neta sobre Patrimonio

Conocida por sus siglas en inglés como el ROE (Return on equity), este ratio permite obtener la relación que existe entre la utilidad neta de un ejercicio frente al patrimonio de los accionistas. Permite identificar la rentabilidad que ofrece a los socios o accionistas el capital que han invertido en la empresa.

La fórmula y los resultados de este ratio para los años 2010 al 2012 para la compañía son los siguientes:

<b>FÓRMULA</b>	<b>2010</b>		<b>2011</b>		<b>2012</b>	
(Utilidad Neta / Patrimonio)	<u>75.172</u>	58,07%	<u>130.522</u>	60,88%	<u>118.897</u>	55,75%
	129.441		214.401		213.283	

Se puede observar una mejora en el año 2011 debido a las acciones emprendidas por Iglesias Tapia de las cuales se hablan en la Rentabilidad Neta de las Ventas.

Durante todos los años sujetos a análisis se observa que el rendimiento neto corresponde a porcentajes que están muy por encima de lo que pudieran ganar los accionistas en una inversión diferente utilizando su mismo capital, es decir el costo de oportunidad sería mucho más bajo; por lo cual se puede asegurar que la rentabilidad que hoy por hoy obtiene la compañía supera, con mucho, la que podría recibir de una inversión alterna.

Se puede observar que durante el año 2012 existe una disminución del índice, esta situación se explica porque la compañía se encuentra implementando nuevas políticas de fortalecimiento patrimonial relacionadas principalmente con el reparto de dividendos.

#### 1.7.4.5. Rentabilidad Neta de Ventas (Margen Neto)

Esta razón nos dice cuántos dólares se gana por cada dólar que se vende. Se debe tener especial cuidado al estudiar este indicador, comparándolo con el margen operacional, para establecer si la utilidad procede principalmente de la operación propia de la empresa, o de otros ingresos diferentes.

La inconveniencia de estos últimos se deriva del hecho que este tipo de ingresos tienden a ser inestables o esporádicos y no reflejan la rentabilidad propia del negocio.

Puede suceder que una compañía reporte una utilidad neta aceptable después de haber presentado pérdida operacional.

Entonces, si solamente se analizara el margen neto, las conclusiones serían incompletas y erróneas. Los resultados de este ratio para la compañía son los siguientes:

<b>FÓRMULA</b>	<b>2010</b>		<b>2011</b>		<b>2012</b>	
Utilidad Neta / Ventas	<u>75.172</u>	0,97%	<u>130.522</u>	1,93%	<u>118.897</u>	1,49%
	7.752.977		6.758.761		7.976.297	

La rentabilidad neta de las ventas ha sido muy variable de un año a otro fluctuando entre el 0.97% y el 1.49% entre el 2010 y 2012.

Uno de los principales factores que provocan esta situación es la variación que también existe en los gastos de administración y de ventas así como el impacto del gasto

financiero. Con las medidas de control del gasto, que está implementando la empresa se pretende mejorar la rentabilidad.

No obstante, es importante notar que la compañía aún no se encuentra en el umbral en el que se encuentran las compañías más rentables del Ecuador, como son las de ventas al detalle, cuya rentabilidad fluctúa entre el 7% y el 8%.

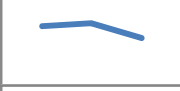
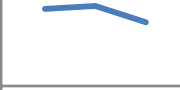
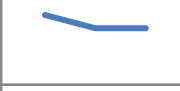



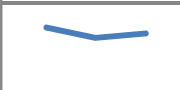
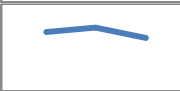



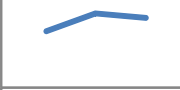

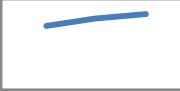
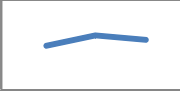

#### **1.7.5. Comparativo de Índices con los Promedios de la Industria**

A continuación se presenta un resumen comparativo de los índices de la compañía frente a los promedios la industria, en este caso del sector G473 definido por la Superintendencia de Compañías del Ecuador según el CIU 4 como las empresas dedicadas a la “Venta al por menor de combustibles para vehículos automotores”.

Se puede observar que los índices de la compañía son, en gran parte, similares a los promedios del sector al que pertenece de la comercialización de combustibles al por menor. En varios de ellos se puede ver inclusive que son mejores tal es el caso de aquellos relacionados con el ciclo de caja y que reflejan la eficiente gestión realizada por el área encargada como son los periodos medios de cobro, inventarios y pago.

En cuanto a aquellos índices donde se encuentra por debajo de los promedios del sector se tiene que mencionar al margen de rentabilidad neta sobre las ventas, en el cual hemos indicado que la compañía tomará acciones para mejorarlo.

Cuadro No. 15: Comparativo Indices Iglesias Tapia vs Promedio Industria

TABLA RESUMEN DE INDICADORES IGLESIAS TAPIA VS INDUSTRIA						
TIPO	INDICADORES TÉCNICOS	2010	2011	2012	PROMEDIO	GRÁFICA
					INDUSTRIA	
					G473	
I. LIQUIDEZ	1. Liquidez Corriente	1,53	1,65	1,04	3,53	
	2. Prueba Ácida	1,50	1,58	1,01	3,13	
II. SOLVENCIA	1. Endeudamiento / Activo	86%	77%	77%	0,55	
	2. Endeudamiento / Patrimonio	6,33	3,37	3,34	2,22	
III. GESTIÓN	1. Período Medio de Cobranza	10,48	-	1,57	23,71	
	2. Periodo de inmovilizacion de inventario	0,43	1,15	0,53	ND	
	3. Rotación de Activo Fijo	15,46	13,63	14,24	ND	
	4. Período Medio de Pago	9,25	10,89	6,93	22,42	
	5. Rotación de Ventas sobre Activo	8,17	7,22	8,62	8,65	
	6. Impacto Gastos Administración y Ventas	0,07	0,07	0,06	14%	
	7. Impacto de la Carga Financiera	1,17%	0,51%	1,39%	1%	
IV. RENTABILIDAD	1. Rentabilidad Neta del Activo (Du Pont)	7,93%	13,94%	12,85%	16%	
	2. Margen Bruto	10,55%	10,61%	10,25%	17%	
	3. Margen Operacional	2,62%	3,30%	3,70%	3%	
	4. Rentabilidad Neta de Ventas (Margen Neto)	0,97%	1,93%	1,49%	3%	
	5. Rentabilidad Operacional del Patrimonio	58,07%	60,88%	55,75%	48%	

Nota: Tomado de "Balances declarados al SRI" Año 2010, 2011, 2012, Compañía Iglesias Tapia



## CAPITULO II

### METODOS DE VALORACION DE EMPRESAS

#### 2.1 INTRODUCCIÓN A LA VALORACIÓN DE EMPRESAS

El concepto de valor de las cosas se encuentra profundamente enraizado en nuestras sociedades. Prácticamente todos los bienes y derechos están sujetos a una posible compra o venta, lo que significa que sobre ellos se aplica un precio y también que de un modo y otro tienen un “valor”. Este valor podrá ser diferente para unos o para otros o lo que es lo mismo, podrá estimarse de forma diferente en función de la perspectiva que adopte el valorador, pero lo que es incuestionable es su existencia. (Sebastián Alonso, 2007, Valoración de Empresas, p.13)

En general, una empresa tiene distinto valor para diferentes compradores y para el vendedor. El valor no debe confundirse con el precio, que es la cantidad a la que el comprador y el vendedor acuerdan realizar una operación de compraventa de una empresa. (Pablo Fernández, 2008, Valoración de Empresas, p.5)

La necesidad de valorar las empresas es cada día más necesaria debido fundamentalmente al aumento de fusiones y adquisiciones de los últimos tiempos, así como a los movimientos accionariales inter-compañías.

Podríamos definir de forma general la valoración de una empresa como el proceso mediante el cual se busca la cuantificación de los elementos que constituyen el patrimonio de una empresa, su actividad, su potencialidad o cualquier otra característica de la misma susceptible de ser valorada. La medición de estos elementos no es sencilla, entrañando numerosas dificultades técnicas. Por tanto es importante elegir métodos de valoración fiables. Al valorar una empresa se pretende determinar un intervalo de valores razonables

dentro del cual estará incluido el valor definitivo, definiendo un piso y un techo. (Sebastián Alonso, 2007, Valoración de Empresas, p.14)

Se trata de determinar el valor intrínseco de un negocio y no su valor de mercado, ni por supuesto su precio. El valor no es un hecho sino que, debido a su subjetividad, podríamos considerarlo como una opinión. Las mayores diferencias entre precio y valor suelen generarse por las relaciones de mercado entre compradores y vendedores. Una empresa puede tener distinto valor para diferentes compradores por diferentes razones: distintas percepciones sobre el futuro del sector y de la empresa, distintas estrategias, economías de escala, economías de complementariedad.

En nuestro presente proyecto el objetivo es obtener la “Valoración de Iglesias Tapia Cía. Ltda.” a través de la valoración de sus participaciones de forma individual. Con este objetivo muchos de los análisis que realizaremos los sustentaremos a través de la publicación denominada Guía para la Valoración de Empresas de la firma PriceWaterhouseCoopers por Miguel Sanjurjo y Mar Reinoso, reconocida hoy en día como una de las fuentes más importantes de consulta en materia de valoración.

## **2.2 OBJETIVOS DE LA VALORACIÓN**

La valoración sirve para facilitar puntos de apoyo al fin buscado, sea transacción, ampliación de capital, conocer la situación de la empresa. Por tanto, las razones que nos llevan a realizar una valoración se pueden agrupar en internas y externas a la empresa.

### **2.2.1 Razones internas**

La valoración se realiza por motivos internos, es decir, no está destinada a la obtención de un determinado valor para la posterior venta de la empresa. Esta valoración no tendrá más consecuencias para incrementar el conocimiento, por parte de las personas

interesadas, de la marcha de la empresa, sin que ello suponga implicaciones para personas ajenas a la misma. (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.79)

Los objetivos de esta valoración pueden ser:

- Conocer la situación o evolución del patrimonio
- Verificar la gestión llevada a cabo por los directivos
- Establecer las políticas de dividendos
- Estudiar la posibilidad de emitir deuda
- Conocer la capacidad de endeudamiento

### **2.2.2 Razones externas**

Estas están interesadas en sustentar ante terceras personas el valor de la empresa. Se aplica una valoración por razones externas cuando se trata de la compra - venta de una compañía, se pide un crédito, por fusiones o absorciones o se privatizan empresas públicas. (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.79)

La presente valoración de la compañía se encasilla en este tipo de razones dado que la compañía planea realizar la recompra de una parte del paquete accionario, que actualmente no se encuentra en poder de la familia Iglesias.

#### **2.2.2.1 Transmisión de propiedad**

Puede tratarse de una transmisión de la totalidad o parte de la sociedad, teniendo como objetivo el control total de la compañía.

#### **2.2.2.2 Buy-Out y Buy-In**

Es la adquisición de una compañía por parte de un grupo inversor. Este grupo puede ser interno, formado generalmente por los gestores de la compañía, en cuyo caso se

denomina Leveraged Management Buy-Out, o externo, Leveraged Management Buy-In. Hay dos modalidades (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.79):

- i. **Compraventa de activos:** La transacción se realiza a través de dos compañías de nueva creación, una operativa y una holding, transfiriéndose los activos a la empresa operativa, utilizándolos como garantía de la parte de pago aplazada al vendedor y para obtener la financiación necesaria. Con los resultados obtenidos por la operativa, se abonan los dividendos a la holding para que esta a su vez pague al vendedor.
- ii. **Compraventa de acciones:** se crea una compañía holding que busca la financiación necesaria para comprar la empresa objetivo. En el contrato los vendedores ceden las acciones de la sociedad objetivo a la holding. Esta obtiene la financiación ofreciendo como garantía estas acciones o su capacidad para generar flujos de caja. Con dicha financiación se pagan las acciones utilizando el resto para el funcionamiento de la futura compañía; es el método más utilizado.

### **2.2.2.3 Fusiones y adquisiciones:**

Se pueden considerar de dos tipos:

- *Fusión como medio de pago:* se trata de una compra, pero con la peculiaridad de que se paga al vendedor con acciones de la sociedad compradora, que posteriormente podrá vender si lo estima oportuno. Normalmente se utiliza este tipo de fusión tratándose de compañías cotizadas
- *Fusión como medio de aproximación:* Esta situación se da cuando ambas empresas, compradora y vendedora, quieren continuar con el negocio. Se puede utilizar para

empresas cotizadas o no. El problema en este caso es establecer una equivalencia entre las acciones de la una empresa y la otra.

### 2.3 CLASIFICACIÓN GENERAL DE LOS MÉTODOS DE VALORACIÓN

La clasificación de los métodos de valoración está directamente condicionada a los objetivos de valoración que se persiguen tal como se ha tratado en la sección 2.2. Objetivos de una valoración. Por tanto hay que distinguir entre métodos aplicados para conocer el valor global de una sociedad o una participación mayoritaria y los utilizados para valorar una participación minoritaria, relacionados con conocer el valor de acciones en Bolsa.

Cuadro No. 16: Clasificación General de los Métodos de Valoración

Métodos	Valoración	Valor	Fundamento	
VALORACIÓN DE PARTICIPACIONES MAYORITARIAS	SIMPLES (Consideran sea el presente o el futuro del negocio)	Estáticos	Método del valor contable	Balance de Situación General
			Método del activo neto real	
			Método del valor sustancial	
			Método del valor de liquidación	
			Método del valor de los intangibles - Goodwill	
		Dinámicos	Descuento de flujos de caja libres	Estado de Resultados - Proyecciones
			Descuento de flujo disponibles para accionistas	
			Descuento de flujo de caja de capital	
			Beneficios descontados	
		COMPUESTOS (Combinan el presente y el futuro del negocio)	Mixtos: estáticos y dinámicos	APV (Adjusted Present Value)
	Método de valor clásico			
	Método mixto			
	Método de Stuttgart			
NUEVOS METODOS		Método directo o de los anglosajones		
		Método del valor económico añadido (VEA)		
VALORACIÓN PARTICIPACIONES MINORITARIAS		Método del beneficio económico	El mercado y estados financieros	
		Price Earning Ratio (PER) - Cotizaciones		
		Método de los dividendos		

Nota: Tomado de " Guía de Valoración de Empresas", Segunda Edición, por Pearson Education, S.A. Autores Miguel Sanjurjo y Mar Reinoso, 2003. Madrid

Ha existido una controversia en torno a la utilidad de los métodos estáticos y los métodos dinámicos. Parece lógico pensar que la valoración de una empresa debería enfocarse en la capacidad de generar rendimientos en el futuro: de poco sirve la tenencia de activos y pasivos si no son puestos en funcionamiento lo cual no significa que los métodos estáticos deban ser descartados.

Si bien el valor de la compañía vendrá determinado por sus rendimientos futuros, habrá que tener en cuenta la existencia de los recursos necesarios para su obtención, y por tanto el valor real de los mismos. De ahí surgen los métodos compuestos. Así, la Unión Europea de Expertos Contables afirma que “la sustancia y la renta constituyen dos factores estrechamente ligados que no pueden nunca ser considerados ni apreciados aisladamente, sino que deben serlo siempre en función de sus relaciones recíprocas” (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.85).

### **2.3.1 Métodos simples:**

Estos métodos pretenden estimar el valor patrimonial de la compañía, el cual se obtiene mediante la suma de todos sus elementos patrimoniales previamente valorados de forma individualizada. Estos métodos se dividen a su vez en estáticos y dinámicos.

#### **2.3.1.1 Métodos estáticos**

Estos se basan en el presente del negocio. Sin embargo, no se debe afirmar que los resultados de estos métodos puedan ser considerados el valor global de la empresa, ya que estos métodos consideran únicamente la situación pasada y presente de la compañía, sin embargo no toma en cuenta las consideraciones futuras de la misma.

Estos métodos se basan en el patrimonio contable de la compañía, esto es los activos a su coste de adquisición y los pasivos a su valor de reembolso. Posteriormente veremos

cómo se actualizan los costos históricos, considerando las plusvalías o minusvalías cuando corresponda. (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.85)

#### **2.3.1.1.1 Método del valor contable**

Se conoce también como método del valor en libros o patrimonio neto de la empresa. Corresponde al valor de los recursos propios que aparecen en el balance (capital y reservas). Es decir, es el excedente del total de bienes y derechos de la compañía sobre el total de sus deudas con terceros. Los estados financieros ofrecen una **imagen estática** de la compañía. Esta imagen es originada por la aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF's).

Es verdad que por su aplicación se pretende que los estados financieros reflejen la imagen fiel de la situación patrimonial y de los resultados de la empresa, sin embargo, desde el punto de vista de la valoración, la aplicación de las NIIF's pueden distorsionar en cierto modo la información, debido a los efectos que resultan de la aplicación del principio del costo de adquisición y del principio de prudencia.

La aplicación del principio de prudencia tiene un doble efecto tanto en el Balance General como en el estado de pérdidas y ganancias:

- Balance General: este principio supondrá aplicar el menor entre los costos de valoración de algunas partidas de los estados financieros así como el reconocimiento de pasivos contingentes.
- Estado de Pérdidas y Ganancias: tendrá efecto sobre los resultados del ejercicio ya que, según este principio, únicamente se contabilizarán los beneficios realizados a la fecha de cierre del ejercicio.

En cuanto a costo de adquisición, la aplicación de las NIIF's en el Ecuador ha supuesto que algunos rubros de los estados financieros sean valorados a su “costo de adquisición” o el menor entre el “costo de adquisición” o su “costo de realización”. La aplicación de este principio, en un contexto económico con inflación, implica que el valor contable de los activos (en especial del inmovilizado) esté alejado de su valor real. Esto provoca que las amortizaciones practicadas sean insuficientes para la reposición de los elementos de inmovilizado.

Existen otras causas que distorsionan las cifras de los balances tales como: la obsolescencia de los equipos productivos, diferencias entre la depreciación fiscal y la depreciación real del activo fijo, el movimiento de los precios en el mercado sobretodo de los inmuebles tales como terrenos y edificios.

Con el fin de ver la aplicación de este método en el caso de Iglesias Tapia, véase el capítulo III, donde se muestran los resultados.

#### **2.3.1.1.2 Método del activo neto real**

Este método se denomina también el valor patrimonial ajustado o revalorizado. Trata de salvar el inconveniente que supone la aplicación de criterios contables para la valoración. Es necesario sustituir los valores contables por valores más cercanos a la realidad. (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.92)

El punto de partida son los estados financieros, o sea, el valor contable al que se aplican las plusvalías y minusvalías necesarias a fin de llegar a sus valores reales:

---


$$\text{Activo Neto Real} = \text{Activo Contable} - \text{Pasivo Exigible Contable} + - \text{Plusvalías o Minusvalías de revalorización}$$


---



El siguiente paso es identificar los elementos que se afectan por la explotación y los que no se ven afectados por esta, dado que estos últimos se valorarán por su valor neto de liquidación.

En cuanto a la valoración de los bienes utilizados para la explotación, los ajustes más corrientes son:

- *Terrenos y bienes naturales:* Los terrenos valen lo que sería su precio actual de adquisición. Es conveniente considerar la tendencia de los precios de los terrenos en la zona a largo plazo y en el futuro inmediato.
- *Edificios y otras construcciones:* se valoran al precio de mercado. Es necesaria una tasación basada en su volumen o superficie, teniendo en cuenta edificios similares.
- *Maquinaria, instalaciones:* es difícil determinar su valor real de mercado o valor real de utilización. Al igual que para los terrenos y edificios, es necesario la peritación directa de cada elemento por un técnico cualificado. Algunos parámetros para tener en consideración son los siguientes:
  - La obsolescencia funcional y económica
  - La vida restante de cada elemento
  - En equipos que no han evolucionado lo suficiente, puede utilizarse el índice de precios industriales
- *Elementos de transporte:* la valoración más correcta es la realizada por peritación directa. Pueden servir como base las tasaciones que se publican periódicamente en la prensa.
- *Inmovilizado inmaterial:* patentes, marcas, gastos amortizables.
- *Amortizaciones y provisiones:* hay que reconsiderarlas

- *Existencias*: se aplica el precio de adquisición o el de mercado. Si se determinara que las existencias son obsoletas y no existiera mercado para ellas, deben descartarse del análisis.
- *Cuentas por cobrar*: es una partida de difícil cuantificación. Se debe revisar la cartera y depurarla eliminando aquellas de remota posibilidad de cobro.
- *Valores negociables*: deberá analizarse en primera instancia si existe un mercado para estos valores. De lo contrario, se debe determinar si estos valores producen ingresos tales como dividendos.
- *Pasivo*: se debe revisar cada una de las partidas del pasivo con el fin de determinar si efectivamente afectan negativamente el valor económico de la compañía

Fundamentalmente se consideran las fianzas y las garantías extracontables (ejemplo: las provisiones de riesgos de un juicio en curso o previsible en el futuro. En cuanto al resto del pasivo, por lo general, no se requiere ningún ajuste.

El método del activo neto real ha sido muy utilizado en el pasado; hoy en día se emplea únicamente en ciertos casos como valor de referencia y también combinado con métodos de rentabilidad a través de métodos compuestos.

Un inconveniente que presenta este método es la subjetividad debido a que incorpora un proceso de valoración de los elementos patrimoniales que fueron explicados anteriormente. La valoración podría no significar un problema en aquellos elementos donde se cuenta con avalúos confiables, sin embargo existen ciertos elementos para los cuales no se cuentan con datos referenciales de modo tal que será necesario realizar estimaciones de valor; implicando por tanto, cierta subjetividad.

Con el fin de ver la aplicación de este método en el caso de Iglesias Tapia, véase el capítulo III, donde se muestran los resultados.

#### **2.3.1.1.3 Método del valor sustancial o valor de reposición:**

El valor sustancial o valor de reposición corresponde al valor real de los medios de producción. Es el valor real de todos los bienes y derechos utilizados en la explotación. Su principal diferencia con el valor contable es que en este método no se consideran los bienes no operativos ni la estructura financiera de la empresa. La razón principal de no incluir en el valor sustancial los bienes extra-funcionales es que se les considera carentes de valor, ya que se los considera bienes que no aportan a la utilidad de la empresa. Su limitante es que no considera el valor de los pasivos. (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.96)

Podríamos decir que este método representa la inversión que debería efectuarse para constituir una empresa en idénticas condiciones a la que se está valorando.

Puede definirse como el valor de reposición de los activos, bajo el supuesto de continuidad de la empresa, por oposición al valor de liquidación. En otras palabras, este método de reposición o valor sustancial intenta estimar, partida por partida, el coste necesario para duplicar un negocio.

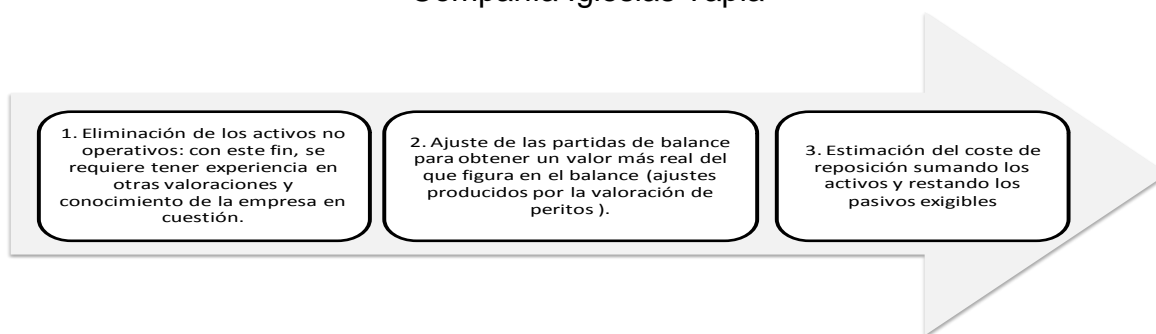
En la práctica este método se limita a facilitar al valorador una información sobre el costo requerido para reponer o duplicar un activo y pasivo de un negocio. Esta limitación se debe a que no existe un método razonable para obtener una estimación del costo de reposición por ejemplo de ciertos intangibles como patentes, derechos de autor, cartera de

clientes. De hecho, este método omite el valor de los intangibles. De todos modos, este método determina de manera más cierta y objetiva que el valor en libros o contable.

Para resumir, podemos decir que este método es una estimación del coste necesario para sustituir partida a partida, cada uno de los elementos operativos objeto de valoración por otros de semejante condición, estado o utilidad.

A continuación se mostrarán los pasos a seguir para la aplicación de este método:

### Gráfica No. 12: Pasos para la aplicación del método de reposición en la Compañía Iglesias Tapia



*Nota:* Tomado de " Guía de Valoración de Empresas", Segunda Edición, por Pearson Education, S.A. Autores Miguel Sanjurjo y Mar Reinoso, 2003. Madrid

Una vez que los valores han sido revisados y contrastados, se procede a la estimación del coste total. El valor de cada uno de los bienes, se expresa en términos de lo que cuesta replazar dicho bien. El coste de reposición de un bien estimado por este método representa el costo equivalente de sustituirlo por otro de igual utilidad que, dependiendo de ciertas circunstancias, puede o no consistir en otro bien físicamente idéntico. Por lo tanto, si un bien necesita un costo para ponerse en funcionamiento, se tendrá en cuenta dicho coste a la hora de determinar su costo de reposición.

La importancia del valor sustancial como método de valoración es su fácil comprensión. Es idóneo en empresas no operativas. Es la primera y obligada aproximación al valor de la empresa: el valor sustancial sin ajustar viene a reflejar lo que los accionistas se han gastado en la sociedad; el valor sustancial ajustado representa el coste actual de lo que invertirían los accionistas si lo gastaran hoy.

*Desventaja del método del costo de reposición:*

Desde el punto de vista de la valoración de un negocio en marcha, la gran desventaja de este método es que se limita a dar valor a bienes tangibles. Adicionalmente, este método tampoco cuantifica la capacidad de ingresos que tiene la empresa ni el valor de los pasivos.

#### **2.3.1.1.4 Método del valor de liquidación**

La definición de liquidación es “el conjunto de operaciones encaminadas en la realización del patrimonio social, la venta y cobro de los bienes y derechos y el pago de las obligaciones, y su reparto entre los socios basándose en lo establecido en la escritura de constitución o en su defecto, a lo establecido por la junta general de accionistas”. (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.98)

Se debe tener en cuenta que la liquidación no solo surge para la disolución de la empresa, sino que también procede en casos de nulidad. Los supuestos de fusión, escisión, transformación, etc. es decir, de traspaso del patrimonio a otra sociedad, implican la disolución pero no la liquidación. En el caso de la insolvencia provisiona. Por falta transitoria de liquidez para hacer frente a sus obligaciones se intenta solventar en el procedimiento de suspensión de pagos sin cuestionarse, en principio, la continuidad de la empresa. Sin embargo, la insolvencia definitiva, por ser inferior al valor del activo al de las deudas, exige que sea declarada judicialmente en quiebra. Dicho procedimiento, excepto

en contadas ocasiones, conduce a un proceso de liquidación de activos (quiebra). (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.99)

En todos estos casos hablaríamos de la presunción de la no-continuidad de la empresa y, por tanto, de la derogación del principio de negocio en marcha (compañía en funcionamiento), por lo que se hablaría de valorar la empresa mediante el método del valor de liquidación.

El valor de liquidación es aquel que resultaría de liquidar inmediatamente una empresa por partes: es decir, por un lado los activos materiales, las existencias y los clientes y por otro, los pasivos y las deudas. Este valor se calcula deduciendo del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación del negocio (tales como indemnizaciones a empleados, gastos fiscales y otros gastos propios de la liquidación). (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.92)

El valor de liquidación ignora los flujos de caja que las actividades de la empresa puedan generar en el futuro, centrándose exclusivamente en el valor que se pueda obtener a través de la venta de los activos.

Se define como:

---

$$\text{Valor de Liquidación} = \text{Valor de Mercado de los Activos} - \text{Valor de los Pasivos} - \text{Pasivos Contingentes}$$

---

Lo primero que hay que realizar es la valoración a precio de mercado de los distintos activos de la empresa. Se trata de realizar los ajustes que se han mencionado en el valor contable. Además hay que ajustar, a precio de mercado, el valor de los pasivos para sustraerlo del activo.

Los pasivos contingentes comprenden aspectos tales como los gastos de despido del personal. Si la valoración es estricta, esta debería ser ajustada por cualquier tipo de pasivo que pueda surgir como consecuencia de la liquidación de la sociedad. Sin embargo, el objetivo de este sistema no suele ser la venta de la empresa, sino que la utilidad de este método está restringida a una situación muy particular, como es la compra de la compañía con el fin de liquidarla posteriormente. De cualquier forma, el valor de liquidación suele representar el valor mínimo de la empresa. (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.99). Este método es extremo en su concepción, puesto que no siempre es evidente el cálculo del valor de liquidación de los activos. Este puede ser el caso de ciertas instalaciones o maquinaria de uso específico, sin mercado de referencia, a los que sería difícil encontrarles un valor de mercado.

Otros factores que deben ser considerados en la aplicación de este método son:

- Tasa impositiva: hay que ajustar la diferencia entre el valor de mercado del activo y el contable (plusvalía) por el impacto de la tasa fiscal (22%).
- Tiempo para liquidar: no puede tener el mismo valor una liquidación forzada, que obliga a vender al primero que haga una oferta, que una liquidación ordenada con el tiempo suficiente para encontrar al mejor postor por cada activo.
- Valor de reposición: para el caso de activos que no tengan valor de mercado ostensible, se puede utilizar el valor de reposición.

#### **2.3.1.1.5 Método del valor de los intangibles**

Es básico considerar la importancia del activo intangible, ya que esto puede llegar a ser parte de la clave de éxito considerando que existe una diferenciación de su producto o

del servicio. Sin embargo podemos realizar algunas consideraciones como es preguntarse porque algunos contables no han confiado en las metodologías de activos intangibles, y ésta omisión se traduce en que no se les exige retornos sobre el valor de los mismos a sus gestores, la respuesta sería: porque confían en el principio de prudencia valorativa, y por tanto omiten dichos valores casi por completo. (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.561)

En éste contexto y a efectos de triunfar en un mercado tan competitivo es de vital importancia llevar un cuidadoso control sobre los procesos de inversión y/o creación de marcas, patentes., etc.

#### **2.3.1.1.5.1 Definición de los activos intangibles**

El inmovilizado inmaterial es una partida del balance de situación que reúne ciertas características propias que pueden resumirse de la siguiente forma:

- a. La naturaleza de estos activos es intangible (al contrario del inmovilizado material), aunque a veces se encuentra representado por títulos, o anotados en registros públicos (patentes, marcas, nombres comerciales, procedimientos de fabricación).
- b. Para reconocerlos como tales, previamente debe haberse producido una transacción económica que origine un desembolso.
- c. Para mantenerlos en el activo, se debe entender que los mismos son capaces de producir ingresos en el futuro. Por tanto, requiere de la valoración por tal capacidad, así como el reconocimiento de amortizaciones que reflejen la disminución de sus posibilidades de generar ingresos.



- d. Estos activos generan cargos a las cuentas de los gastos por la disminución del valor previamente reconocido.
- e. Otras características a tener en cuenta son las que la duración es superior a un año, pueden depreciarse a lo largo del tiempo y contablemente son amortizables.
- f. Sobre esta clase de activos, por lo general, no es fácil efectuar comparaciones de sus valores contabilizados con valores de mercado, ya que no suelen existir estos últimos.

Por tanto, esto se trata de activos que la empresa disfruta y que sus propias características tienen un período de proyección plurianual difícil de estimar objetivamente.

Nota: Guía de valoración de empresas Miguel Sanjurjo y Mar Reinoso

El Plan general de Contabilidad clasifica a los activos intangibles (inmovilizado Inmaterial) en las siguientes subcuentas:

- ❖ Gastos de Investigación y Desarrollo
- ❖ Concesiones Administrativas
- ❖ Propiedad Industrial
- ❖ Fondo de Comercio
- ❖ Derechos de traspaso
- ❖ Plusvalías
- ❖ Marcas, Patentes, Derechos de llaves, cuotas Patrimoniales y otros similares
- ❖ Activos de exploración y explotación
- ❖ Otros Intangibles
- ❖ Derechos sobre bienes de régimen de Arrendamiento Financiero

❖ Anticipos para Inmovilizaciones Inmateriales

Es importante mencionar que las subcuentas que se citan a continuación son consideradas meramente de financiación y no se pueden calificar de propiedad intelectual:

- Derechos sobre bienes de régimen de Arrendamiento Financiero
- Anticipos para Inmovilizaciones Inmateriales

Si definimos a las subcuentas, podemos manifestar que:

- Gastos de Investigación: es planificar la investigación original con el objetivo de obtener conocimientos nuevos y una comprensión de mayor capacidad intelectual entre los criterios científicos o técnicos.
- Gastos de Desarrollo: es llegar a realizar la aplicación de los resultados \_obtenidos en la investigación hasta que se da inicio a la producción comercial.
- Concesión Administrativa: corresponde a los gastos efectuados para la obtención de los derechos de investigación o de explotación otorgados por el Estado; o puede ser el precio de adquisición de aquellas concesiones susceptibles de transmisión.
- Propiedad Industrial: podemos mencionar que es un valor o costo satisfecho por la propiedad, o por el derecho al uso, o la concesión del uso de las distintas manifestaciones de la propiedad industrial, en eventos en los cuales, se estipule en el contrato que deban inventariarse por la empresa adquirente. Podemos también en esta cuenta registrar los gastos realizados en investigación y desarrollo cuando los resultados de los respectivos proyectos fuesen positivos y, cumpliendo los necesarios requisitos legales, se inscriban en el correspondiente registro.

- Fondo de Comercio: es el conjunto de bienes inmateriales, tales como la clientela, nombre o razón social y otros de naturaleza análoga que implique valor para la empresa.
- Derechos de traspaso: Valor o costo satisfecho por los derechos de arrendamiento de locales.

Dentro de éste marco de cuentas contables también encontramos activos intangibles fundamentales que aporten valor añadido a las empresas y que se detallan a continuación:

- ❖ Patentes
- ❖ Marcas y nombres
- ❖ Acuerdos de distribución
- ❖ Licencias y concesiones administrativas
- ❖ Bases de datos de clientes.
- ❖ Proceso de producción secretos
- ❖ Derechos de autor
- ❖ Derechos de franquicias
- ❖ Cabeceras de periódicos y revistas
- ❖ Derechos sobre programas informáticos.
- ❖ Bases de datos de circulación

Hemos citado algunos de los ejemplos más comunes de los tipos de propiedad intelectual que se pueden encontrar en las empresas y que en muchas de las ocasiones éstas constituyen la clave del éxito para quien es el poseedor.

### **2.3.1.1.5.2 Criterios de valoración de un activo intangible**

A efectos de poder realizar la valoración de un activo intangible, éste debe cumplir con algunos requisitos mínimos a fin de que sea objeto de una valoración razonable; y se los puede resumir en los siguientes cuatro puntos:

- a. Debe ser claramente identificable y separable del resto del negocio
- b. Tiene que estar protegido legalmente o, por lo menos, debe ser objeto de protección.
- c. Dicho activo debe ser libremente transferible.
- d. El activo debe tener un elemento de durabilidad.

### **2.3.1.1.5.3 Criterio de independencia**

Se debe considerar que cualquier activo se determina por su potencial para generar ingresos o flujos de caja netos, ya sea por la explotación o venta del mismo. Por tanto, dentro de un marco en el que existen pocas transacciones de referencia, se incrementa la necesidad de que los flujos de caja potenciales del activo sean susceptibles de una cuantificación objetiva, y de hecho es cierto para cualquier valoración, sin embargo, la complejidad de la estimación aumenta cuando requiere la estimación de los retornos que puede generar un activo de forma aislada con relación al resto del negocio.

Al momento de valorar un activo intangible, el valorador tiene que emplear su juicio profesional y determinar si el criterio de independencia se cumple, así como debemos preguntarnos hasta que punto dicho activo puede generarle un ingresos a la empresa por si mismo.

De otro lado, debemos mencionar que estos ingresos pueden ingresar en forma de royalties (regalías) pago por licencias o uso de alquileres, sin embargo, no podemos descartar que estos ingresos están sujetos a las mismas incertidumbres inherentes a cualquier valoración, por tanto se deben ver reflejados en la valoración a través de de una evaluación de sensibilidades donde se reflejen los impactos de distintos desarrollos potenciales en su mercado.

Además, al momento de valorar activos intangibles debemos tener claro hasta qué punto el activo en cuestión es capaz de seguir generando flujos de caja por sí solos, así como también debemos tener presente en qué medida dicha propiedad puede seguir generando ingresos aisladamente del resto de los activos del negocio, es decir, es fundamental tener claro lo que es un activo intangible netamente independiente y susceptible de ser valorado de aquellos que no lo son y de hecho deberemos agrupar activos no independientes con el fin de crear un grupo que sí lo sea.

#### **2.3.1.1.5.4 Protección Activos Intangibles**

Para que un activo intangible tenga un valor real ha de estar protegido de algún modo. Hay distintas formas de protección legal, como pueden ser las patentes, el copyright o de hecho la marca registrada. Si el activo que se requiere valorar no tiene dicha protección puede fácilmente perder su valor ya que está expuesto a que realicen una copia; por tanto al momento de realizar la valoración también debemos tomar en cuenta las siguientes consideraciones:

- ❖ **Ámbito geográfico de la protección del activo.** Este tendrá un impacto directo sobre los mercados que deben considerarse a la hora de estimar los flujos de caja atribuibles al mismo.
- ❖ **La duración de dicha protección es generalmente finita, y por tanto tiene un impacto directo sobre el valor del activo.,**

#### **2.3.1.1.5.5 Durabilidad**

Debemos tener claro y recordar que el valor de un activo es directamente proporcional a su capacidad de generar beneficios o flujos de caja futuros de una forma más o menos continuada y duración en el tiempo.

Si este elemento no existe es muy difícil diferenciar el activo de un ingreso atípico y se podría poner en cuestión el devengo del mismo. En éste punto podemos manifestar que puede ser objeto de cuestionamiento el impacto real de publicidad con relación a una marca y sería inútil buscar un beneficio que se dilate más de un año en el que se incurra el gasto.

En resumen de los cuatro puntos citados anteriormente, podemos manifestar que si no tomamos en cuenta al momento de valorar la empresa se podría encontrar con varios problemas para poder defender su tesis de dicha valoración; por tanto lo recomendable es valorar activos intangibles que cumplan con las cuatro condiciones a efectos de que arroje un valor de mercado real para el bien.

#### **2.3.1.2 Métodos dinámicos**

Los métodos dinámicos, son aquellos que valoran los negocios en función a las expectativas futuras del mismo. El valor de un negocio se sustentará en la cuantificación de dos conceptos:

- ❖ El valor de sus activos a precios de mercado, y
- ❖ La estimación de los flujos futuros de rentabilidad que éste sea capaz de generar.

Los métodos de valoración dinámicos consideran la empresa como un proyecto de inversión, siendo, por tanto su valor el resultante de la actualización de los rendimientos futuros que se esperan obtener. En un negocio, la rentabilidad que se espera está directamente relacionada con los beneficios que sea capaz de generar la empresa, ya que los dividendos que finalmente llegan al accionista son parte de dicho beneficio.

Cuando se decide un destino para los recursos libres (esto puede ser desde el punto de vista de una sociedad o visto desde el punto de vista del inversor privado), se busca obtener una rentabilidad o retorno. Por tanto, el destino que se considere dar a dichos recursos libres, estará condicionado por la rentabilidad que se espera genere la inversión e inclusive por la rentabilidad que pueda generarse a través de inversiones alternativas (coste de oportunidad). (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.106)

Este método se basa en la búsqueda del valor de la compañía a través de la estimación de los flujos de fondos que sean capaces de generar.

Los distintos métodos dinámicos se diferencian en la **VARIABLE** que se considera que mejor representa el rendimiento de la empresa, ya sean estos beneficios, dividendos o flujos de caja; todos estos flujos de fondos han de ser, posteriormente descontados a una tasa de descuento en función del riesgo que conlleve la inversión. Es decir, consideran el valor de una empresa como el valor actualizado de los flujos disponibles para remunerar los capitales propios y ajenos. Posteriormente, se proyectan dichas partidas el número de ejercicios que se desee y se descuentan los resultados finales al presente. El descuento de los resultados al presente, se realiza a través de una tasa de descuento, que deberá ser

apropiada para cada flujo de fondos. Esta ha de determinarse teniendo en cuenta los riesgos de la inversión y las volatilidades pasadas. (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.107). El valor que se obtiene a través de la aplicación de los métodos dinámicos de valoración de empresas está compuesto por dos variables:

- ❖ La actualización de los flujos futuros del negocio
- ❖ El valor residual del negocio, que habrá de ser actualizado al presente.

Existen cinco tipos de flujos de fondos fundamentales:

- ❖ El flujo de fondos libre
- ❖ El flujo disponible para los accionistas
- ❖ El flujo disponible para la deuda
- ❖ El capital cash flow
- ❖ El flujo de beneficios descontados

Y de hecho para cada uno de los flujos que hemos enunciado anteriormente debemos aplicarle una tasa de descuento diferente.

Cuadro No. 17: Relación entre Flujos de Fondos vs Tasa de Descuento Aplicable

<b>TIPO DE FLUJO DE FONDOS</b>	<b>TASA DE DESCUENTO APLICABLE</b>
<b>FCF.-</b> Flujo de fondos disponible (flujo de caja)	<b>WACC</b> Coste ponderado de los recursos
<b>Cfac.-</b> flujo disponible para los accionistas	<b>Ke.-</b> rentabilidad exigida por los accionistas
<b>CFd.-</b> Flujo disponible para la deuda	<b>Kd.-</b> rentabilidad exigida para la deuda
<b>CCF.-</b> Flujos de caja de capital	<b>WACC.-</b> (antes de impuestos)
<b>Beneficios descontados</b>	<b>Coste de los recursos propios</b>

*Nota:* Tomado de " Guía de Valoración de Empresas", Segunda Edición, por Pearson Education, S.A. Autores Miguel Sanjurjo y Mar Reinoso, pag. 109, 2003. Madrid



Para poder obtener de manera directa el valor de la empresa, debemos aplicar el flujo de fondos libre, es decir, tiene en cuenta tanto el flujo disponible para la deuda como el flujo disponible para los accionistas.

Los flujos de fondos disponibles para los accionistas y los dividendos nos indican el valor de las acciones, que junto con el valor de la deuda, expresan el valor total del negocio.

#### **2.3.1.2.1 Parámetros de los métodos dinámicos**

Para el desarrollo de los métodos dinámicos hay una serie de parámetros comunes que se citan a continuación:

- Flujos de fondos.- es el conjunto de flujos generados disponibles para remunerar a los accionistas o prestamistas, toda vez que se hayan realizado la inversiones necesarias, ya sean en inmovilizado operativo o ya sea en capital circulante no financiero.
- Tasa de actualización.- estos flujos de fondos futuros han de ser transformados a valores actuales, puesto que estarán expresados en términos corrientes.

Para ellos se les debe aplicar la tasa de actualización, que tiene en cuenta tanto la inflación como el riesgo, y para poder calcularla debemos conocer:

- El coste de la deuda externa. Es el coste de la financiación ajena y viene dado por el tipo de interés antes de impuestos.
- El coste de los recursos propios, que se compone de:
  - \* Tasa sin riesgo; es el equivalente a la rentabilidad de la deuda pública LP.

- \* Beta ( $B$ ), es una prima que compensa a los inversores por el riesgo sistemático de la operación.
- Tanto por ciento de la financiación de la compañía realizada con deuda externa.
- Tanto por ciento de la financiación de la compañía realizada a través de recursos propios.
- Horizonte temporal de la valoración.- Depende cuál es el tiempo que durará el negocio; por ejemplo: concesiones, etc. Ya que deberá abarcar toda la vida útil del negocio. Si, por el contrario, es ilimitada se deberá dividir en dos períodos.
  - Primer período; aquí se desarrollaran las proyecciones; deberá abarcar el tiempo suficiente para que las inversiones se estabilicen – en la práctica oscilan entre los 5 o 10 años.
  - Segundo período; comienza donde terminar el anterior – con él se obtiene la estimación del valor residual del negocio.
- Valor residual.- es el valor atribuido del negocio a partir del último período específicamente proyectado. Suele estimarse como una renta perpetua. En la práctica, se suele calcular mediante la actualización de los flujos esperados a partir del final del horizonte temporal utilizado en las previsiones, con lo que se estaría considerando una renta infinita. En caso de considerar esta alternativa demasiado arriesgada, se podría identificar dicho valor residual con el valor de liquidación de los activos y pasivos. La fórmula de cálculo del valor residual sería la siguiente:

$$V_r = \frac{FC_{T_1} \times (1 + g)}{k - g}$$

Siendo:

Vr: Valor residual

$FC_n$  = Flujo del último año proyectado

g = Crecimiento del flujo a partir del año n

k = Tasa de actualización

Una vez calculado, debe ser descontado al presente.

Así pues, podemos definir el valor de una empresa como:

$$Ve = \frac{CF_1}{1 + K} + \frac{CF_2}{(1 + K)^2} + \dots + \frac{CF_n + Vr_n}{(1 + K)^n}$$

Siendo:

Ve= Valor de la empresa

$CF_n$  = Flujo de fondos generados en el período n.

$Vr_n$  = Valor residual de la empresa en el año n

K= Tasa de descuento.

Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.108

### 2.3.1.2.2 Método del Descuento de flujos de caja libres

Se llama descuento de flujo de caja libre al flujo de fondos operativo, es decir el que se genera por las operaciones de la empresa sin tener en cuenta la deuda financiera, y los valores finales después de impuestos. De hecho se puede decir que es un método que mide la tesorería que queda disponible en la compañía después de haber hecho frente a la reinversión de activos necesaria (inmovilizado operativo y capital circulante no

financiero); además, de las necesidades operativas de fondos, suponiendo que no hay cargas financieras. Para determinar los flujos de fondos libres futuros, es necesario realizar una previsión de los beneficios que se obtendrán y que deberemos pagar en cada período. (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.110)

En cuanto al horizonte temporal de flujos futuros se debe estimar durante cuánto tiempo se presupone que va a generar beneficios la compañía. El entorno económico define hoy en día cuántos años deben tomarse para el horizonte temporal; años atrás se tomaban diez años, pero hoy en día en la práctica se manejan cinco años, los cuales se pueden considerar como más conservadores y es el período en base al cual existe un nivel de seguridad de que ocurrirá. Mientras más años sean proyectados mayor será la incertidumbre sobre los beneficios estimados.

Por tanto, podemos decir que éste método se basa en estimar el valor de la empresa a partir de la proyección de las cifras de las distintas variables futuras en función de las hipótesis realizadas; variación de los distintos componentes de las ventas, del coste, inversiones e inmovilizado y en circulante, se determinan los flujos de caja libre. (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.110)

Una buena comprensión del rendimiento pasado de la empresa proporciona una perspectiva esencial con vistas a la predicción de rendimientos futuros. Esta comprensión debe estar basada en el análisis de ratios e indicadores de valor. La elaboración de escenarios futuros para la compañía y su análisis en términos de probabilidad es una de las etapas más subjetivas de los procesos de valoración es por flujos de caja descontados.

A continuación enunciaremos algunas indicaciones generales aconsejables cuando se va a elaborar los escenarios:

- ❖ Es conveniente partir de la predicción de balances y cuentas de resultados a fin de desarrollar una idea clara de las interconexiones de predicciones sobre ventas.
- ❖ Es preferible diseñar varios escenarios con diferentes variables estratégicas relativas a la empresa y su entorno.
- ❖ Las previsiones sobre las variables escogidas en el desarrollo de los escenarios deben llevar a un análisis minucioso de las capacidades internas de la compañía, percibiendo los puntos fuertes y débiles de la misma y ponderándolos según su importancia en el futuro.
- ❖ Los flujos de caja y la tasa de descuento a aplicar deben contener una tasa de inflación esperada.

La determinación del flujo de caja libre se realiza según el cuadro No. 18. El valor final de los flujos de caja libre como se ha señalado anteriormente ha de ser actualizado utilizando como tasa de descuento, el coste ponderado de los recursos, conocido como WACC (Weighted Average Cost of Capital - Promedio Ponderado del Costo de Capital).

**Cuadro No. 18: Esquema del Flujo de Caja Libre**

---

	Ventas
(-)	Costo de Ventas
(=)	Beneficio Neto
(-)	Gastos de Venta
(-)	Gastos amortizables
(+)	Otros ingresos
(=)	Beneficio antes de impuestos (EBITDA)
(-)	Impuestos
(=)	Beneficio después de impuestos
(+)	Gastos de Amortización
(=)	Flujo de caja bruto
(-)	Variación de Fondo de Maniobra
(-)	Inversión de Activo Fijo
(+)	Gastos Financieros
(=)	Flujo de Caja Libre

---

*Nota:* Tomado de "Guía de Valoración de Empresas", Segunda Edición, por Pearson Education, S.A. Autores Miguel Sanjurjo y Mar Reinoso, pag 111, 2003. Madrid

El coste de capital representa la tasa mínima de rendimiento por un proyecto de inversión. Es la combinación del coste de los fondos ajenos y de los fondos propios ponderado por el peso que tiene cada uno dentro del balance de la empresa.

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

Siendo:

D= Valor de mercado de la deuda

CAA= Capital aportado por los accionistas o valor de mercado de las acciones o recursos propios

Kd= Coste de la deuda antes de impuestos

Ke= Rentabilidad exigida a las acciones, refleja el riesgo de las mismas.

T= Tasa impositiva

Así pues, el valor de la empresa medido a través de este método es el siguiente:

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

En la que, CF1 = flujo de fondos generados por Iglesias Tapia en determinado período; VRn = valor residual de la empresa en el año n; K tasa de descuento (WACC) apropiada para el riesgo de los flujos de fondos. (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.112). En el capítulo III se verá completamente la aplicación para la compañía Iglesias Tapia por el Método del Descuento de Flujos de Caja Libre.

### 2.3.1.2.3 Método del Descuento de flujos disponibles para los accionistas

El valor de la empresa para los accionistas se calcula por la diferencia entre el valor operativo y el valor de la deuda, siendo:

- Valor operativo: el valor actualizado de flujos de caja operativos libres, y
- Valor de la deuda: el valor actual de los flujos de caja de los acreedores.

Por tanto, el valor de la compañía mediante el descuento de flujos disponibles para los accionistas se obtiene restando al flujo de fondos libre, los pagos del principal e intereses (después de impuestos) que se realizan en cada período analizado a los poseedores de la deuda, y sumando las aportaciones de la nueva deuda. (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.112)

$$CFac = FCF - [\text{intereses pagados} \times (1 - T) - \text{pagos principal} + \text{nueva deuda}]$$

Siendo: CFac = Flujos disponibles para los accionistas

FCF = Flujos de caja libres

T = Tipo impositivo

Al realizar proyecciones, los dividendos esperados han de coincidir con los flujos disponibles para los accionistas. En el siguiente cuadro representamos como llegar, partiendo de los flujos de caja libres, a los flujos disponibles para los accionistas:

Cuadro No. 19: Esquema flujo disponible accionistas

---

	Flujos de Caja Libre
(-)	Intereses de la deuda después de impuestos , abonados en el período
(-)	Vencimiento del principal abonados
(+)	Fondos provenientes de nueva deuda
(=)	Remanente disponible para los accionistas

---

*Nota:* Tomado de " Guía de Valoración de Empresas", Segunda Edición, por Pearson Education, S.A. Autores Miguel Sanjurjo y Mar Reinoso, pag 112, 2003. Madrid

El remanente es el dinero disponible para los accionistas. El destino del remanente dependerá de la política de dividendos adoptada por la compañía, pudiéndose destinar a dividendos, recompra de acciones o reinversión en la compañía.

Puesto que estamos valorando las acciones de la empresa, la tasa de descuento a aplicar será la rentabilidad exigida por los accionistas. Pero, para establecer el valor de la compañía, debemos adicionar a los flujos disponibles por los accionistas el valor de la deuda existente.

#### **2.3.1.2.4 Método del descuento de flujos de caja de capital**

Los flujos de caja de capital (capital cash flow) son los flujos de fondos disponibles para los poseedores de la deuda más los fondos disponibles para las acciones.

$$CCF = CFac + CFd = CFac + I - \Delta D$$

Donde:

CCF = flujos de caja de capital

CFac = flujo de fondos disponible para los accionistas

CFd = flujo de fondos disponible para los poseedores de la deuda

CFd = intereses más la devolución del principal

$I = D \times Kd$

D = Deuda

Kd = coste de la deuda antes de impuestos

La diferencia entre los flujos de caja libres y los de capital estriba en que, al actualizar los de capital, la tasa de descuento a aplicar debe ser antes de impuestos.

Así pues, el WACC aplicable a los flujos de caja libre será:



$$WACC = \frac{(E \times K_e) + (D \times K_d)}{E + D}$$

Donde:

E = valor de mercado de las acciones

Ke = Rentabilidad exigida por los accionistas

D = valor de la deuda

Kd = coste de la deuda antes de impuestos

(Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p. 113)

### 2.3.1.2.5 Beneficios descontados

“El método de beneficios descontados considera que el valor de un negocio viene dado por el actual esperado de los beneficios proyectados futuros al que se le aplicará un factor de capitalización que se definirá en función del riesgo, el coste de capital y las expectativas de crecimiento de la empresa.” (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.114) Los beneficios tomados son después de impuestos y de las cargas financieras, y la fórmula se detalla a continuación:

$$V_e = B / r$$

Si la duración de la empresa es finita:

$$V_e = B * \frac{((1 + r)^n) - 1}{i * (1 + r)^n}$$

donde:

B = Beneficio medio

r = Tipo de interés que los empresarios esperan de este tipo de negocio

n = Período de recuperación de la inversión

$i$  = Tipo de interés

La cifra de beneficio se puede tomar a partir de series históricas, proyecciones futuras o ambas utilizando una cifra media. Podemos asignar pesos diferentes a los distintos años y emplear la media ponderada. Lo más conveniente es capitalizar/actualizar los beneficios netos pasados /futuros a una tasa de interés que refleje la inflación, para después utilizar una media aritmética (ponderada o no dependiendo de las circunstancias). (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.114)

Para la tasa de capitalización, se determinará la del negocio concreto, para lo cual se comparará el rendimiento de negocios similares (si se conoce) con los rendimientos de otras inversiones financieras o industriales.

La tasa de capitalización se compone de 3 elementos que se detallan a continuación:

$r'$  = Tasa de rendimiento financiero, que se identifica con la de los instrumentos financieros sin riesgo, caso de la deuda pública.

$r''$  = Tasa de riesgo de todos los negocios

$r'''$  = Tasa de riesgo adicional, si existe, del negocio específico que se está valorando.

La principal ventaja de este método es la derivada de su dinamicidad (puesto que tiene en cuenta el futuro del negocio), sin embargo presenta dos grandes inconvenientes:

- ✓ El concepto de beneficio contable, puesto que para llegar al mismo pueden utilizarse diversos criterios contables (amortizaciones, provisiones, etc.).
- ✓ No tiene en consideración el coste de oportunidad.

Estos dos inconvenientes desaconsejan su utilización a favor del descuento de flujos de caja. Sin embargo, cuando no hay grandes diferencias entre los beneficios y los flujos

de caja (no hay fuertes inversiones), éste es método que suele utilizarse. (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.115)

#### **2.3.1.2.6 APV (Adjusted Present Value)**

“Este método se basa en el principio de la actividad de valores. Consiste en aplicar la metodología básica de descuento de flujo de caja, a cada uno de los diversos tipos de flujos de caja de las empresas.” (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.115)

Fue sugerido por primera vez por Stewart Myres. En su estudio, se centro en los dos tipos de flujos de caja más relevantes:

- Los flujos de caja reales, asociados con la operación mercantil. Pueden ser incluidos en esta categoría, los ingresos, los costes de explotación en efectivo y los gastos de capital.
- Efectos secundarios, relacionados con el cronograma de financiación de la compañía. Podemos englobar aquí los valores de las bonificaciones fiscales, la financiación subvencionada, los costes de inversión y las coberturas.

“Los beneficios del APV respecto del WACC se muestran cuando se busca conocer algo más que un valor neto presente del negocio igual a cero. Con el APV se pueden desglosar los problemas en partes, de forma que se puede observar que partes del negocio son las más rentables y en cuáles obtener resultados positivos será complejo.” (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.115)

“Otra diferencia del APV respecto del WACC radica la forma de elaborar el trabajo. Así, mientras que el WACC agrupa toda la información para realizar, posteriormente, un único descuento, el APV permite descomponer la complejidad de un modelo en una gran cantidad de subsecciones.” (Miguel Sanjurjo, 2003, p.115)

A continuación revisaremos las principales etapas de valoración por descuento de flujos.

1. Análisis histórico de la empresa y del sector:
  - a) Análisis financiero. Incluye el estudio de la evolución de balances y cuentas de resultados, inversiones de la empresa, financiación, riesgo del negocio, etc.
  - b) Análisis estratégico y competitivo. Evolución del sector, posición competitiva de la compañía, etc.
2. Predicción de supuestos y escenarios:
  - a) Definición de hipótesis financieras para el periodo a valorar.  
Cuentas de resultados, balances, financiación, inversiones, etc. deben ser considerados varios escenarios.
  - b) Previsión estratégica y competitiva. Evolución del sector, de la posición competitiva de la compañía.
  - c) Estudiar la consistencia de las previsiones. Compararlas con los datos históricos, etc.
3. Estimación del coste:
  - a) Determinación del coste de capital
  - b) Determinación del coste de la deuda
  - c) Determinación del coste de los recursos propios
  - d) Determinación del valor residual.
4. Actualización de los flujos:
  - a) Actualización de los flujos a su tasa correspondiente.
  - b) Actualización del valor residual

## 5. Interpretación de resultados:

- a) Interpretación de resultados. Comparación con el valor contable, analizar la sensibilidad del valor a cambios en la hipótesis del modelo, etc.
- b) Interpretación en el contexto de la decisión. Comparación con empresas similares, etc.

De igual manera podemos citar las ventajas e inconvenientes de los métodos de descuento de flujos: Para corregir las variaciones, que en el intervalo del valor final puedan producir distintas hipótesis, es necesario realizar, en toda valoración, un doble análisis:

- Análisis estratégico del negocio. Se debe analizar el sector donde opera la compañía, y su posición competitiva.
- Análisis de sensibilidad. Realizar variaciones sobre la hipótesis clave para observar las variaciones en el resultado final.

El método de flujos de caja descontados es el que se utiliza con mayor asiduidad, ya que es considerado como el más correcto conceptualmente hablando. Esto es debido a que tiene el valor del negocio, a través de las rentas futuras que este sea capaz de generar.

**Cuadro No. 20: Ventajas y desventajas Método APV**

<b>Ventajas</b>	<b>Desventajas</b>
- Basa el valor de la empresa en su capacidad para generar rentas futuras, teniendo en cuenta las inversiones necesarias para obtener dichos resultados.	- Incertidumbre que genera todo establecimiento de hipótesis.
- Facilita la valoración por unidades de negocio	- Sensibilidad de las hipótesis
- Incorpora el riesgo, tanto el operativo como el financiero, al análisis del negocio.	- Estimación de los ingresos futuros.
- Tiene en consideración el dinero corriente y el constante.	- Determinación del coste de los recursos.
- Evita la falta de homogeneidad de la información	- Cálculo del valor residual
	- Cálculo de la hipótesis de reinversión de los flujos generados.

*Nota:* Tomado de "Guía de Valoración de Empresas", Segunda Edición, por Pearson Education, S.A. Autores Miguel Sanjurjo y Mar Reinoso, pag 117, 2003. Madrid

### 2.3.2. Métodos compuestos

Estos métodos “se caracterizan por combinar y considerar el presente y el futuro del negocio. Por un lado, realizan una valoración estática de los activos de la empresa y, por otro, añaden cierta dinamicidad a la valoración puesto que tratan de cuantificar el valor que generará la empresa en el futuro.” (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.120)

Esta metodología pretende obtener un valor del negocio a partir de la estimación del conjunto de su patrimonio más una plusvalía resultante del valor de sus beneficios futuros. La razón por la cual se utiliza los métodos compuestos radica básicamente en la necesidad de contemplar un fondo de comercio o goodwill (buena voluntad – acuerdo entre dos partes para llegar a transar un precio) como integrante del valor de la empresa. (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.120)

El fondo de comercio es, en general, el exceso de valor que tiene la empresa por encima de su valor contable o por encima del valor contable ajustado. Pretende representar el valor de los elementos inmateriales en la empresa, que muchas veces no figura reflejado en el balance pero en cambio aporta una ventaja respecto a otras empresas del sector.

Algunos de los intangibles citamos a continuación:

- ❖ Liderazgo sectorial
- ❖ Características de los productos que los hacen superiores a la competencia y, por tanto, crean fidelidad de la clientela: diseños, modelos, marcas, patentes, etc.
- ❖ Reputación general de la compañía
- ❖ Alianzas estratégicas
- ❖ Calidad de la cartera de clientes

- ❖ Relaciones satisfactorias con el personal y estabilidad del mismo
- ❖ Capacidad de gestión de los directivos
- ❖ Actitud favorable de los proveedores, bancos e inversiones
- ❖ Reputación frente a organismos públicos y administrativos
- ❖ Razón social o nombre
- ❖ Localización del bien
- ❖ Nivel de competencia, entre otros

Como podemos observar se trata de elementos intangibles que, en aplicación de los principios contables, no han podido ser objeto de registro, pero que se pueden poner en manifiesto en la transmisión de una empresa en funcionamiento o una unidad de explotación de las que se integran en la misma. Este valor corresponde a la diferencia entre el precio efectivamente pagado por la empresa o unidad de negocio adquirida y su valor neto patrimonial. (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.121)

Es decir, que independientemente del valor sustancial del patrimonio existen otros factores exógenos que no han podido ser objeto de registro contable pero que no se pueden dejar de valorarlos de manera individual al momento de realizar la valoración de una empresa en caso de transmisión.

Si buscamos alguna definición para el fondo de comercio podemos decir que es “como el excedente del valor total de la empresa sobre un valor sustancial, esto se basa en el hecho de que el valor del conjunto no tiene que ser forzosamente igual a la suma de los valores de sus componentes, por tanto al momento de descomponer la totalidad del patrimonio se puede observar que no solo se trata de números en un balance sino también

que existe un generador de renta diferencial positiva o negativa con relación a la renta normal.” (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.122)

### **2.3.2.1 Mixtos : Estáticos y Dinámicos**

#### **2.3.2.1.1 Método de valoración clásico**

Este método parte del concepto de que la empresa es igual al valor de su activo neto real, al que se le incorpora lo inmaterial, sumándole n beneficios, Así, el valor de la empresa se determina como:

$V_e = \text{Activo neto real} + n \text{ beneficios netos anuales}$

$\text{Activo neto real} + \frac{\text{beneficios netos anuales}}{1/n}$

$$V_e = \text{Activo neto real} + (z * \text{facturación})$$

Donde n debe estar comprendido generalmente, entre 1,5 y 3.

También existe la posibilidad de introducir el cálculo del inmaterial no a partir del beneficio, sino de la facturación, de la que representa un determinado porcentaje (z).

(Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.122).

Cabe señalar que la primera fórmula se utiliza en empresas industriales, mientras que la segunda fórmula se utiliza en empresas de comercio; una variante de éste método consiste en utilizar el cash flow del beneficio neto.



### 2.3.2.1.2 Método mixto, indirecto o de los prácticos

Este método, frecuentemente aplicado en los países germánicos, es conocido en Alemania con el nombre de su autor: Schamalembach. Calcula el valor de la empresa como la media aritmética de:

El valor sustancial ajustado; y

El valor de rendimiento (obtenido mediante el descuento de los beneficios o de los flujos de caja).

Por tanto la expresión matemática de la definición citada podemos decir que queda de la siguiente manera:

$$G = \frac{V_r + V_s}{2}$$

Y decimos que:

$V_e$  = Valor de la empresa

$V_r$  = Valor de rendimiento

$V_s$  = Valor sustancial

El valor del rendimiento  $V_r$  lo obtenemos mediante la capitalización a un interés beneficioso de la rentabilidad presente o futura estimada. El valor sustancial  $V_s$  corresponde al activo neto corregido y revalorizado.

Según éste método el Fondo de Comercio,  $G$ , es:

$$V_e = V_s + G \quad ; \quad G = V_e - V_s$$

Esto quiere decir que el fondo de comercio se estima en la mitad de la diferente entre el valor de rendimiento y el valor sustancial, como puede deducirse de las ecuaciones establecidas:

$$G = \frac{Vr + Vs}{2}$$

El método en revisión se basa en los siguientes requisitos:

- Sólo la mitad de la plusvalía del valor de rendimiento sobre el valor sustancial es atribuida al fondo de comercio, pues se tiene en cuenta la mayor incertidumbre del valor de rendimiento.
- De igual manera, se considera el hecho de que el fondo de comercio sea más aleatorio y menos duradero que el valor sustancial, pues es evidente que el fondo de comercio creado para el vendedor de la empresa desaparece a la larga, debiendo el comprador reconstruir de nuevo, lo que se supone debe ser amortizado más rápidamente, justificando la disminución del valor de rendimiento a efectos de no pagar íntegramente la plusvalía a la cedente.

Por tanto, como se puede apreciar éste método trata de repartir el fondo de comercio tanto al comprador como al vendedor, a fin de que ambos tengan un aliciente sobre la transacción; de todos modos parece obvio que para el comprador no es fácil aceptar este método en caso de que exista bad-will (obsolescencia económica).

Para entender que es el bad-will, o fondo de comercio negativo, esto puede surgir porque, en ocasiones, el importe satisfecho en la adquisición de una empresa o unidad operativa es inferior a la suma de los valores reales de los valores tangibles e intangibles adquiridos que pueden ser identificados, menos los asumidos. Esta circunstancia puede darse, por ejemplo cuando se adquiere total o parcialmente una empresa en dificultades como consecuencia de pérdidas que venga registrando durante

una serie de ejercicios y que obligue a una reestructuración de personal, del sistema productivo, etc.

A continuación, podemos ver otra forma de expresar éste método:

$$Ve = \frac{(Vr + \underline{Vd})}{2i}$$

Siendo:

$i$  = Tasa utilizada, suele ser el tipo de interés de los títulos de renta fija del Estado a largo plazo.

$Bd$  = Bad – will

Este método tiene muchas variantes, que resultan de ponderar de manera distinta el valor sustancial y el valor de capitalización de los beneficios (en lugar de considerar el valor rendimiento). Adicionalmente, también se puede utilizar una media aritmética ponderada, según la cual el fondo de comercio se define así:

$$Ve = \frac{a Vr - b Vs}{a + b} - Vs$$

Los coeficientes de ponderación varían, generalmente, de 1 a 4. El carácter arbitrario del método es incontestable aunque su sensibilidad mejore los resultados obtenidos.

(Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.122)

### 2.3.2.1.3 Método de Stuttgart

A continuación revisaremos otro método que también puede ayudar a determinar la valoración de empresas, y éste es el denominado método mixto llamado método Stuttgart;

método que estuvo recomendado por la Unión europea hasta los años 1980; la fórmula que plantea éste método es el que se detalla a continuación:

$$Ve = Vs + A \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i}$$

Siendo:

Ve= Valor de la empresa

i= Interés

a El valor actual, al tipo de interés  $i$ ; de la suma de  $n$  anualidades de 1 euro

n pagadera a fin de año (factor del descuento anual)

Vs= Valor sustancial corregido

El Valor sustancial de una empresa es el valor de reposición actualizado de todos los bienes y derechos que componen la empresa menos las deudas que ésta tiene con terceros (pasivo exigible). Se trata del valor de los capitales propios según los valores de reposición actualizados

B= Beneficios netos anuales. El beneficio neto es la última línea en la cuenta de resultados

Si el beneficio está en euros inflacionados, la tasa de actualización  $i$  también debe estarlo. Este método trata de limitar la aleatoriedad del fondo de comercio, limitando arbitrariamente su duración, lo que parece más lógico que incrementar la tasa de capitalización, como se explica en el método del fondo de comercio o superbeneficios que explicaremos más adelante. (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.125)

La elección de la tasa de actualización es delicada y resulta siempre arbitraria. No obstante, parece admisible considerar una tasa correspondiente al coste anual o previsible del dinero. Un gran número de expertos se inclina por una tasa de oportunidad, es decir, un coste deducido para las empresas, fijado a partir de la mejor oportunidad de inversión en un sector determinado, o de una misma clase de riesgo, o por referencia a la tasa a la cual rechazaríamos las inversiones (coste medio ponderado de los capitales propios y de los créditos). (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.125)

En su fórmula, la UEC considera una tasa  $i = r$ , por el contrario, otros especialistas estiman que la tasa debe ser superior a  $i$ . Quizás lo más lógico sería utilizar el coste de oportunidad del comprador (tasa de rechazo de las inversiones) para  $r$  o bien el correspondiente de una inversión en una misma clase de riesgos. En consecuencia, la fórmula quedaría de la siguiente manera:

$$V_e = \frac{R}{N} V_s + \frac{a}{N} (B - i V_s)$$

(Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.125)

#### **2.3.2.1.4 Método directo o de los anglosajones**

Al método de los anglosajones también se lo denomina como el “método de la renta del fondo de comercio o superbeneficio, calcula el valor de la empresa como la suma del valor sustancial ( $V_s$ ) y del fondo de comercio ( $G$ ), sin emplear el paso intermedio del valor de rendimiento.” (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p. 125)

$$V_e = V_s + G$$

Una vez determinado el valor sustancial ajustado, se calcula el interés quedaría, en las condiciones normales de colocación, un capital igual a aquél, es decir, procedemos a calcular la rentabilidad normal del valor sustancial a una tasa de mercado. La diferencia entre tasa de interés y la rentabilidad esperada representa un superbeneficio que se lo puede considerar como la renta del fondo de comercio. Por otro lado este método nos permite considerar la fragilidad de los elementos del fondo de comercio en el tiempo. Es suficiente actualizar la renta del fondo de comercio a una tasa  $r$  superior a la  $i$  estimada como representativa de la rentabilidad del valor sustancial. Por tanto, una expresión quizás más concisa del método sería:

$$V_e = V_s + \frac{B - (i V_s)}{r}$$

Siendo:

$V_s$  = Valor sustancial corregido

$i$  = Tipo de interés medio de las inversiones financieras

$R$  = Tasa de interés de los títulos de renta fija multiplicada por un coeficiente comprendido entre 1,25 Y 1,5 para tener en cuenta el riesgo.

Este superbeneficio es la diferencia entre el beneficio neto y lo que se obtendría de la colocación, al tipo de interés  $i$ , de capitales iguales al valor de activo de la empresa. También se la llamada método de la capitalización del superbeneficio para una duración infinita. En muchas ocasiones los expertos emplean una tasa  $r = 2i$ , lo que daría lugar a la siguiente fórmula (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.126):

$$V_e = V_s + \frac{B - (i V_s)}{2 i}$$

Si observamos, éste método es el equivalente al método de los prácticos (método directo = método indirecto). Para lo que pueda suponer, en cuanto al riesgo, el no tener suficientemente en cuenta la fragilidad del fondo de comercio en el tiempo, se puede entonces constatar que (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p. 126):

- Cuando  $r = 2i$ , *ambos métodos son equivalentes*
- Cuando  $r < 2i$ , *el método indirecto es más prudente, y*
- Cuando  $r = 2i$ , *el método directo reduce el riesgo de aumentar el valor de los intangibles.*

“Numerosos expertos, después de haberlo analizado con detenimiento, han rechazado finalmente el principio de un incremento de la tasa  $r$ . Es evidente que no es conveniente hacer variar el valor de la empresa mediante una modulación arbitraria de las tasas elegidas.” (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.126). La desconfianza que genera éste método es que, “con las condiciones actuales, se va a obtener una utilidad de forma indefinida, lo que es incorrecto pues, si bien la actual situación va a proyectarse durante un determinado número de años, tendrá un límite a partir del cual las utilidades ya no dependerán de las condiciones actuales sino de las mejoras que se vayan incorporando con posterioridad.” (Miguel Sanjurjo, 2003, p.127)

### **2.3.3 Nuevos métodos de valoración**

Consideramos como nuevos métodos de valoración a los que se detalla a continuación y revisaremos los más relevantes:

- ❖ Métodos de creación de valor
- ❖ Métodos basados en la cuenta de resultados

### 2.3.3.1 Métodos de creación de valor:

Este método busca contar con un valor añadido para las empresas, esto se debe a que hoy en día las empresas cotizan en Bolsa, y “su estrategia se fundamenta en dos condiciones: Maximizar las utilidades y minimizar el precio de sus acciones.” (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.134)

Los métodos y conceptos de creación de valor más comunes son:

- ❖ Economic Value Added (EVA)
- ❖ Beneficio Económico (BE)
- ❖ Market Value Added (MVA)
- ❖ Cash Value Added (CVA)
- ❖ Total Shareholder Return (TSR)
- ❖ Cash –flow Return on Investments (CFROI)

(Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.134)

A continuación revisaremos dos de los métodos citados anteriormente, considerando que son los más importantes y más utilizados para realizar una valoración.

### 2.3.3.2 Método del Valor Económico Añadido (VEA)

El Valor Económico añadido o VEA, “mide la diferencia entre la rentabilidad obtenida por una compañía, el retorno del capital, y el coste de los capitales utilizados para ello” (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p. 134), su forma de cálculo es:

$$\text{VEA} = \text{Rentabilidad} - \text{Coste de capital}$$

La rentabilidad es igual a las utilidades antes de intereses e impuestos menos los impuestos, con esto podemos definir a la Rentabilidad como:



Rentabilidad= BAIT x (1-t)= BAIDT

Donde:

t = Tasa impositiva

BAIT= Beneficio antes de intereses y tasas (impuestos)

BAIDT= Beneficio antes de intereses y después de tasas (impuestos)

El coste de capital es la composición de la financiación de la empresa, es decir, financiación con recursos propios y ajenos, y su forma de cálculo es a través del coste medio como se describe a continuación:

$$K = \frac{(RP \times \text{Coste RP}) + (RA \times \text{Coste RA})}{RP + RA}$$

Donde:

K= Coste medio ponderado de capital

RP= Recursos propios

RA= Recursos ajenos

Así pues, el Coste de capital será:

Coste de capital =  $k \times (RP + RA)$

Por tanto, el VEA será igual a:

$$VEA = \left[ (BAIT) \times (1 - T) \right] - \left[ (RP + RA) \times K \right]$$

(Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p. 135)

Ahora bien “para determinar la rentabilidad futura esperada de una inversión utilizando el método VEA, tendremos que descontar, con una tasa de actualización, los VEA futuros que se generen. Sin embargo, no habrá que descontar el coste de la inversión inicial. Esto se debe a que en el VEA se compara rentabilidad con coste y, por consiguiente, no se debe

tomar en consideración el flujo inicial de la inversión.” (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p. 135). Como se puede apreciar, el VEA hace intervenir en su fórmula parámetros contables (rentabilidad o beneficio antes de intereses e impuestos) con parámetros de mercado (coste del capital). Y pese a lo comentado anteriormente, el resultado obtenido a través del VEA es utilizado, más habitualmente, para medir la creación de valor para el accionista en un momento del tiempo, que para evaluar inversiones futuras. Es importante tener en cuenta, sin embargo, que el valor siempre depende de las expectativas. (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.135)

### **2.3.3.3 Método del Beneficio Económico (BE)**

El Beneficio Económico es el beneficio contable, menos el valor contable de las acciones multiplicado por la rentabilidad exigida de las mismas, por tanto tenemos que:

$$BE = BDT - (KE \times Evc)$$

Siendo:

BDT= Beneficio después de impuestos

Ke = Rentabilidad exigida a las acciones

Evc= Valor contable de las acciones. Si valor al principio de un período es el que tenían al final del anterior.

También el beneficio económico utiliza parámetros contables (Beneficio contable) y de mercado (Rentabilidad esperada en su fórmula).

(Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.136)

## 2.3.4 Otros Métodos

### 2.3.4.1 Método del Price Earning Ratio (PER)

El método PER es una alternativa a los casos en que no dispongamos de proyecciones financieras para un periodo lo suficientemente largo, si bien también es utilizado complementariamente a otros métodos de valoración (Flujos de Caja Descontados, por ejemplo) comparando la empresa valorada con transacciones comparables al final del proceso de valoración. (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p. 141)

En el ámbito práctico plantea la ventaja de estar basado en los resultados históricos y los resultados futuros más inmediatos, por lo que en este sentido la información disponible es mayor y más fiable, sin bien obviamente no tiene el mismo rigor que el descuento de flujos.

“Su cálculo es el resultante de dividir el valor de una compañía por sus beneficios netos, es decir, indica la relación existente entre el precio de mercado de una acción y el beneficio por acción” (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.141):

$$PER = \frac{ValorCia}{B.Netto}$$

Este ratio es especialmente útil para empresas con crecimientos históricos uniformes, con necesidades de inversión regulares y con una vida no limitada por ningún factor externo.

Dado que:

Valor acciones = B. Neto x PER

Podemos establecer que el valor total de la compañía valorada es igual al beneficio neto por el PER.

a) *El Beneficio Neto*

Es el beneficio mantenible y se define como el nivel mínimo de beneficios por debajo del cual no se espera que caigan los beneficios futuros en el curso normal de las operaciones. Su cálculo se basa normalmente en los resultados históricos más recientes y en los presupuestos relativos a los próximos ejercicios. (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.141)

“Normalmente, se utiliza como base para la determinación de los beneficios mantenibles el nivel más próximo a la fecha de valoración, es decir, o los beneficios ajustados actuales o los beneficios presupuestados ajustados.” (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.141)

En algunos casos pueden utilizarse una media de los beneficios históricos, cuando el negocio está sujeto a ciclos que hacen dudar de la representatividad de los resultados actuales y cuando el futuro es difícilmente predecible. Ha de analizarse cuidadosamente cada variable y tener en cuenta que el mercado tiende a considerar solo el presente y las expectativas de futuro. Siempre será más recomendable basarse en beneficios futuros cuando éstos puedan estimarse de forma realista. (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.142)

En la determinación de los beneficios mantenibles de un negocio, se tienen que utilizar como punto de partida los beneficios contables, ya sean históricos, actuales o presupuestados, y realizar las correcciones que resulten necesarias para reflejar el beneficio futuro mantenible. Las correcciones más frecuentes son:

- ❖ El uso de las políticas contables adecuadas que distorsionan la realidad económica de un negocio.

- ❖ Resultados de operaciones extraordinarias o anormales
- ❖ Existencia de niveles salariales anormales
- ❖ Ausencia o exceso de remuneración a los directivos o gastos personales con cargo al negocio
- ❖ Endeudamiento anormal
- ❖ Tendencias inusuales del negocio

(Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.142)

*b) PER*

“Es el multiplicador que se aplica al beneficio mantenible para obtener el valor de la compañía. La forma más adecuada para determinar el PER es intentar encontrar empresas cotizadas y o transacciones que por volumen o características puedan ser asimilables en el negocio objeto de valoración.” (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía Valoración de Empresas, p.92)

*PER de mercado:* consiste en analizar los términos de adquisiciones similares o las cotizaciones que se registren en el mercado de valores. De forma simple: si las acciones de una compañía similar se transfieren a valores equivalentes a una PER de 10, suponiendo todos los demás factores iguales, la empresa objeto de valoración también será valorada con la aplicación de un PER 10. (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.143)

*PER de inversiones alternativas:* consiste en determinar el PER aplicable mediante el análisis de las tasas de rentabilidad de inversiones alternativas ajustadas en función del grado de riesgo inherente en las mismas. No basta obtener los PER de las compañías

comparables o del mismo sector industrial y aplicar el PER medio que resulta. (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.143)

Algunos factores que se deben considerar para determinar la tasa de rentabilidad o multiplicador adecuado son los siguientes:

- ❖ Competencia y continuidad de la dirección
- ❖ Naturaleza, tamaño y localización del negocio
- ❖ Cartera de clientes y reparto
- ❖ Estabilidad y calidad de beneficios
- ❖ Estructura financiera / endeudamiento
- ❖ Evolución histórica y esperada de beneficios de compañías similares
- ❖ Potencial de crecimiento futuro del negocio, industria en la que opera
- ❖ Ciclos de la industria
- ❖ Volumen de activos y calidad de los mismos
- ❖ Negociabilidad de las acciones
- ❖ Los derechos del paquete de acciones a valorar
- ❖ Calidad de la información financiera

(Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.143)

#### **2.3.4.2 Método de los dividendos**

“Este método es especialmente adecuado para los supuestos de participaciones minoritarias que no permiten tener el control sobre la compañía, y en las que el accionista no puede, por ejemplo, influir en la distribución de resultados. En estas situaciones todo lo que uno puede esperar recibir es el dividendo y eso es lo que hay que tener presente al valorar la inversión.” (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.145)

“Los dividendos constituyen la parte del beneficio después de impuestos que se reparte efectivamente entre los accionistas. Llegando a ser en muchas ocasiones el único flujo que reciben.” (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.145)

Si consideramos, por motivos de simplificación, que los dividendos van a ser constantes a perpetuidad, el valor de las acciones será el siguiente:

$$V.Accion = \frac{DPA}{Ke}$$

Donde:

DPA = Dividendo por acción repartido en el último ejercicio

Ke = Rentabilidad esperada por el accionista

Si, por el contrario, consideramos que los dividendos van a crecer a un ritmo constante  $g$  indefinidamente, el valor de las acciones será:

$$V.Accion = \frac{DPA1}{Ke - g}$$

Donde:

DPA1 = dividendo por acción esperado para el próximo ejercicio

$g$  = Tasa de crecimiento de los dividendos

Hay que tener en cuenta que las empresas que pagan dividendos no obtienen por ello un incremento en la cotización de las acciones. Esto se debe a que, cuando se distribuyen dividendos, normalmente disminuye el crecimiento de la compañía, ya que, en lugar de reinvertir en la empresa los beneficios obtenidos, estos se reparten entre los accionistas. La rentabilidad por dividendo de la acción es igual al dividendo repartido por la cotización de la acción. (Miguel Sanjurjo, 2003, Guía de Valoración de Empresas, p.146)

## CAPITULO III

### VALORACION DE LA COMPAÑÍA IGLESIAS TAPIA CIA. LTDA.

Como resultado de nuestro estudio de los principales métodos de valoración de empresas, podemos señalar que los métodos que se detallan a continuación son aplicables y demostrables para obtener la valoración de la empresa Iglesias Tapia Cía. Ltda.:

- ❖ Método contable
- ❖ Método del activo neto real
- ❖ Método del descuento de flujos de caja libre

Sin embargo, la teoría, aplicación y la experiencia demuestran que los negocios en marcha, como es el caso de Iglesias, deben ser valorados por el método de descuento de flujos de caja libre. A continuación se presenta la aplicación de los tres métodos para finalmente compararlos entre sí.

#### 3.1 Valoración según el Método del Valor Contable

El valor de la empresa Iglesias Tapia por el método contable es su patrimonio, tal y cual figura en el balance a la fecha del último cierre anual 2012. En una fase inicial, la aplicación de este método consistiría en ir analizando la valoración de cada partida del balance, como se menciona a continuación:

- Accionistas por desembolsos no exigidos
- Inmovilizado:
  - Gastos de establecimiento: no se consideran elementos patrimoniales
  - Inmovilizado material e inmaterial: se toma en cuenta el precio de adquisición o costo de producción
  - Existencias: se valoran al precio de adquisición o coste de producción



- Valores negociables: son inversiones temporales o permanentes en renta fija o variable
- Créditos no comerciales: se valorarán por el importe entregado.
- Deudas no comerciales: Las deudas por compra de inmovilizado se valoran inicialmente por su valor nominal.
- Clientes, proveedores y acreedores de tráfico: se valoran igualmente por su valor nominal.

Tomando como base las cifras de los estados financieros al cierre del 2012, el siguiente cuadro muestra la valoración de la compañía

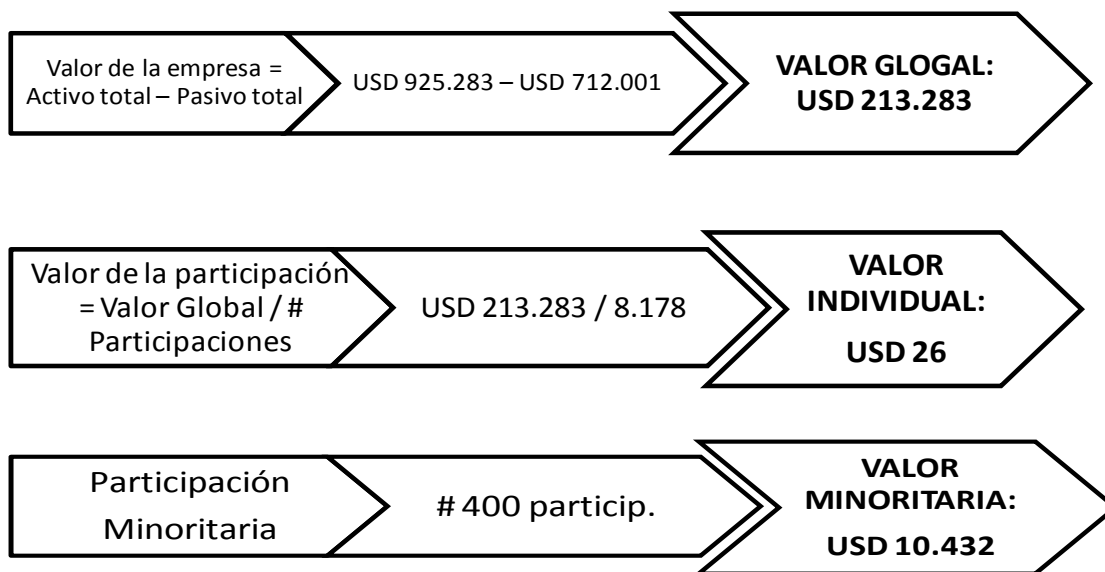
Cuadro No. 21: Cifras al cierre contable 2012

<b>IGLESIAS TAPIA CIA. LTDA.</b>	
<b>BALANCE GENERAL</b>	
	<b>dic-12</b>
<b>ACTIVO TOTAL</b>	<b>925.283</b>
Caja y bancos	48.237
Inversiones temporales	187.299
Cuentas x cobrar total	34.772
Otras	84.150
Inventario	10.582
<b>TOTAL ACTIVOS CORRIENTES</b>	<b>365.040</b>
Propiedad, Mobiliario y Equipo	560.244
<b>TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>560.244</b>
<b>PASIVO TOTAL</b>	<b>712.001</b>
Porción corriente deuda bancaria	99.838
Obligaciones con accionistas y terceros	64.373
Otras	42.799
Cuentas por pagar	137.772
Impuesto a la renta y participacion trabaja	5.276
<b>TOTAL PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>350.058</b>
Deuda bancaria LP	160.171
CXP Accionistas	201.772
<b>TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>361.943</b>
Capital social	8.178
Reserva legal	4.089
Resultados acumulados	201.016
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>213.283</b>
<b>TOTAL PASIVO + PATRIMONIO</b>	<b>925.283</b>

*Nota:* Tomado de "Balances declarados al SRI Iglesias Tapia" Año 2012. Quito

El valor de la compañía aplicando el método del valor contable, es el siguiente considerando los saldos del Estado de Situación Financiera o Balance General al 31 de diciembre del 2012:

Gráfica No. 13: Resultado de la aplicación del Método Contable

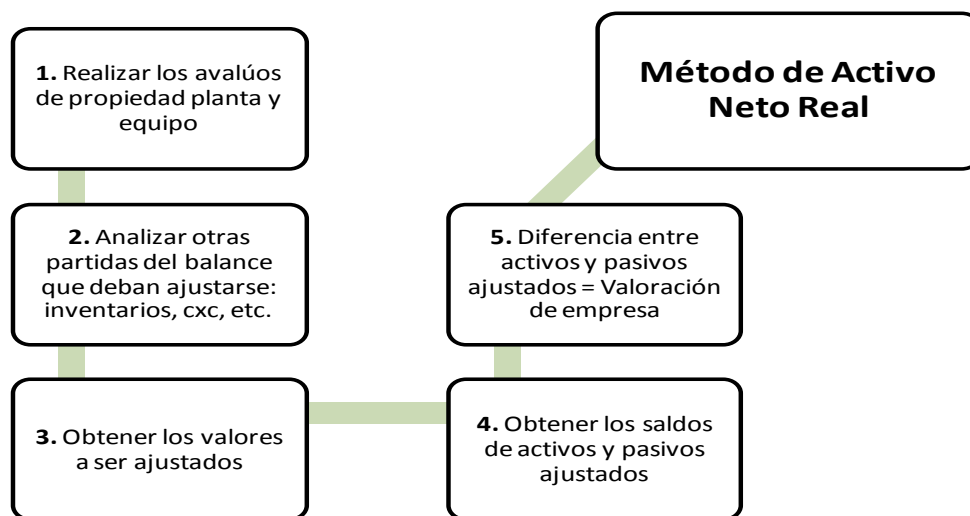


*Nota:* Tomado de Datos finales proporcionales por Iglesias Tapia Cía. Ltda. Calculados por Moisés Reza y Fabricio Cruz.

### 3.2 Valoración según el Método del Activo Neto Real (ajustado)

Como se había manifestado en el capítulo correspondiente al Método del Activo Neto Real (Ajustado), en el caso de Iglesias Tapia seguiremos los siguientes pasos, demostrados en la gráfica No. 12, para la aplicación del método:

Gráfica No. 14: Pasos para la Aplicación del Método del Activo Neto Real



*Nota:* Tomado de "Guía de Valoración de Empresas", Segunda Edición, por Pearson Education, S.A. Autores Miguel Sanjurjo y Mar Reinoso, pag 92, 2003. Madrid

### 3.2.1 Realizar los avalúos de propiedad, planta y equipo:

Si bien los saldos contables de propiedad, planta y equipo al cierre fiscal constituyen cifras de referencia, con el fin de aplicar el método del activo neto real (ajustado) es necesario realizar ajustes a los saldos finales, sobre la base de una valoración de expertos. Hemos realizado ajustes a las partidas del balance para obtener un valor más real del que figura en el balance. A continuación se muestran los ajustes por efectos del avalúo realizado al terreno y las construcciones.

Con este propósito hemos aplicado los siguientes pasos que se deben tener presente para la aplicación de un avalúo, para lo cual contamos con el apoyo del Sr. Pablo Salazar de la empresa Avalinco, expertos en avalúos inmobiliarios:

- ✓ Inspección física y obtención de planos arquitectónicos en tamaño A1, los cuales son ingresados en el sistema Autocad con el fin de establecer las dimensiones del terreno y construcciones, para posteriormente compararlas

con la información que contiene la escritura pública de compra venta. Los resultados para Iglesias Tapia son los siguientes:

Cuadro No. 22: Características del Terreno para ser Avaluado

TERRENO, LINDEROS, CUADRO DE ÁREAS						
TERRENO CARACTERÍSTICAS						
FORMA	Rectangular	<input type="checkbox"/>	Cuadrado	<input type="checkbox"/>	Trapezoidal	<input type="checkbox"/>
					Irregular	<input checked="" type="checkbox"/>
TOPOGRAFÍA	Plano	<input type="checkbox"/>	Inclinado	<input checked="" type="checkbox"/>	Pendiente +	<input type="checkbox"/>
					Pendiente -	<input checked="" type="checkbox"/>
AFECCIÓN	Vial	<input checked="" type="checkbox"/>	Quebrada	<input type="checkbox"/>	Redes	<input type="checkbox"/>
					Deslaves	<input type="checkbox"/>
LOCALIZACIÓN	Medianero	<input type="checkbox"/>	Esquinero	<input type="checkbox"/>	Pasaje	<input type="checkbox"/>
					Posterior	<input type="checkbox"/>
LINDEROS GENERALES DEL TERRENO						
						ESCRITURAS
NORTE	Con propiedad privada					72.46 mt
SUR:	Con varios propietarios					125.48 mt
ESTE:	Con camino público y propiedad privada					67.19 mt
OESTE:	Con Avenida Simón Bolívar					72.90 mt
ÁREA ESCRITURAS						4,259.09 m2
ÁREA DE AFECCIÓN:						527.00 m2
ÁREA REAL:						3,990.20 m2

CUADRO DE ÁREAS Y ALÍCUOTAS (en áreas no afectadas)						
DESCRIPCIÓN	NIVEL	CONSTRUIDA	ABIERTA	ALÍCUOTA		
Oficinas planta baja, deli		241.70 m2				
Oficinas planta alta		76.60 m2				
Subsuelo		82.20 m2				
Marquesina de expendio		432.00 m2				
Patio de maniobras			1,258.00 m2			
Cisternas de combustible		33.80 m2				
Construcciones menores						
TOTAL		866.30 m2	1,258.00 m2			100.00%

Nota: Tomado de "Avaluó realizado por el Ing. Pablo Salazar, Moisés Reza, Fabricio Cruz, Abril 2013. Quito



Nota: Tomado de "Avalúo realizado por el Ing. Pablo Salazar, Moisés Reza, Fabricio Cruz, Abril 2013. Quito

- ✓ Ingreso a la plantilla, de los datos informativos del cliente que solicita el avalúo.

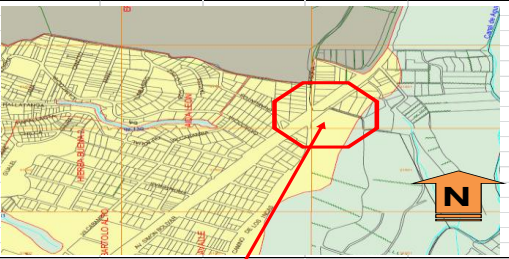

Cuadro No. 23: Datos de Identificación del avalúo

 <b>AVALINCO Cía. Ltda.</b> <small>Avalúos, Inmobiliaria y Construcciones</small>	Registro Súper Intendencia de Bancos Resolución # SBS-DN-2003-0878 Número de Registro # PA-2003-547	Asociación de Corredores de Bienes Raíces de Pichincha. ACBRP. LP-346	<b>AVALÚO No:</b>	<b>Av.-PA-3033</b>
			<b>CÓDIGO No:</b>	<b>17-01-CO</b>
			<b>FECHA INSPC:</b>	<b>16/abr/13</b>
			<b>FECHA INFORME:</b>	<b>22/abr/13</b>
<b>INFORME DE AVALÚO</b>				
<b>DATOS DE IDENTIFICACIÓN DEL AVALÚO</b>				
<b>ENTIDAD SOLICITANTE:</b>				
<b>FECHA DE SOLICITUD</b>	16-abr-13	<b>AGENCIA:</b>		
<b>FECHA DE INSPECCIÓN</b>	16-abr-13	<b>EJECUTIVO SOLICITANTE:</b>		
<b>FECHA ENTREGA INFORME</b>	22-abr-13	<b>TIPO:</b>	REVALÚO <input type="checkbox"/>	AVALÚO <input checked="" type="checkbox"/>
<b>DATOS DE IDENTIFICACIÓN</b>				
<b>PROPIETARIO:</b>	COMPAÑIA IGLESIAS TAPIA CIA. LTDA.		<b>TIPO DE INMUEBLE:</b>	
<b>SOLICITANTE:</b>	ING. FABRICIO CRUZ Y MOISES REZA		CASA <input type="checkbox"/>	DPTO. <input type="checkbox"/>
<b>DELEGADO:</b>			FABRICA <input type="checkbox"/>	EDIFICIO <input type="checkbox"/>
			LOC. <input type="checkbox"/>	LOTE <input checked="" type="checkbox"/>
			HACIENDA <input type="checkbox"/>	
			OTRO <input checked="" type="checkbox"/>	
<b>DESCRIPCIÓN PARTICULAR TIPO DE INMUEBLE:</b>				
ESTACIÓN DE SERVICIO DE COMBUSTIBLE				

Nota: Tomado de "Avalúo realizado por el Ing. Pablo Salazar, Moisés Reza, Fabricio Cruz, Abril 2013. Quito

- ✓ Obtener información del tipo de uso del suelo, los servicios públicos el equipamiento urbano, la descripción del entorno, lo cual debe estar de acuerdo con las especificaciones dadas por el Municipio de Quito, según lo cual el terreno y las construcciones pueden adquirir mayor o menor valor.


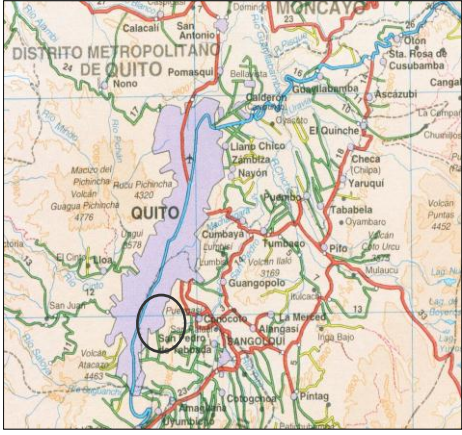
Cuadro No. 24: Infraestructura, servicios básicos y equipamiento

INFRAESTRUCTURA, SERVICIOS BÁSICOS, EQUIPAMIENTO URBANO											
ENTORNO, ORDENAMIENTO FÍSICO											
<b>SUELO</b>				<b>ESTRATO SOCIAL</b>							
URBANO	<input checked="" type="checkbox"/>	Alto	<input type="checkbox"/>	Medio alto	<input type="checkbox"/>	Medio	<input checked="" type="checkbox"/>	Popular	<input checked="" type="checkbox"/>		
RURAL	<input type="checkbox"/>	Alto	<input type="checkbox"/>	Medio alto	<input type="checkbox"/>	Medio	<input type="checkbox"/>	Popular	<input type="checkbox"/>		
<b>OCUPACIÓN DEL SUELO</b>				<b>DENSIDAD POBLACIONAL</b>							
Residencial	<input checked="" type="checkbox"/>	Múltiple	<input type="checkbox"/>	Alta	<input type="checkbox"/>	Dispersa	<input checked="" type="checkbox"/>	Consolidada	<input type="checkbox"/>		
Industrial	<input type="checkbox"/>	Comercial	<input type="checkbox"/>	Media	<input checked="" type="checkbox"/>	No Consolidada	<input type="checkbox"/>				
Agrícola	<input type="checkbox"/>	Reserva	<input type="checkbox"/>	Baja	<input type="checkbox"/>		<input type="checkbox"/>				
<b>SERVICIOS PÚBLICOS</b>											
ALCANTARILLADO		Fluvial	<input type="checkbox"/>	Sanitario	<input checked="" type="checkbox"/>	Letrina	<input type="checkbox"/>	Ninguno	<input type="checkbox"/>		
AGUA		Potable	<input checked="" type="checkbox"/>	Entubada	<input type="checkbox"/>	Pozo	<input type="checkbox"/>	Riego	<input type="checkbox"/>		
ENERGÍA ELÉCTRICA		Empresa	<input checked="" type="checkbox"/>	Generador	<input type="checkbox"/>	Solar	<input type="checkbox"/>	Ninguno	<input type="checkbox"/>		
ALUMBRADO PÚBLICO		Exterior	<input checked="" type="checkbox"/>	Interior	<input type="checkbox"/>	Aéreo	<input checked="" type="checkbox"/>	Subterrá	<input type="checkbox"/>		
TRANSPORTE PÚBLICO		Urbano	<input type="checkbox"/>	Interrparro	<input checked="" type="checkbox"/>	Liviano	<input checked="" type="checkbox"/>	Pesado	<input checked="" type="checkbox"/>		
RECOLECCIÓN DE RESIDUOS SÓLIDOS		Municipal	<input checked="" type="checkbox"/>	Comunitaria	<input type="checkbox"/>	Entierro	<input type="checkbox"/>	Quema	<input type="checkbox"/>		
MALLA VIAL CIRCÚNDANTE		Asfaltada	<input checked="" type="checkbox"/>	Adoquinada	<input type="checkbox"/>	Empedrada	<input type="checkbox"/>	Tierra	<input type="checkbox"/>		
MALLA VIAL INTERIOR		Asfaltada	<input type="checkbox"/>	Adoquinada	<input type="checkbox"/>	Empedrada	<input type="checkbox"/>	Tierra	<input type="checkbox"/>		
TELEFONÍA		Fija	<input checked="" type="checkbox"/>	Central	<input type="checkbox"/>	Cabina	<input type="checkbox"/>	Operadora	<input type="checkbox"/>		
ACCESIBILIDAD AL PREDIO		Peatonal	<input checked="" type="checkbox"/>	Vehicular	<input checked="" type="checkbox"/>	Fluvial	<input type="checkbox"/>	Aérea	<input type="checkbox"/>		
VÍAS PRINCIPALES DE REFERENCIA SECTOR				AV. SIMÓN BOLÍVAR							
<b>EQUIPAMIENTO URBANO</b>											
Comercio		Zona	<input type="checkbox"/>	Sectorial	<input checked="" type="checkbox"/>	Barrial	<input checked="" type="checkbox"/>				
Centros educativos		Superior	<input type="checkbox"/>	Media	<input type="checkbox"/>	Escolar	<input checked="" type="checkbox"/>				
Espacios recreativos		Complejo	<input type="checkbox"/>	Parque	<input type="checkbox"/>	Área verde	<input checked="" type="checkbox"/>				
Entidades bancarias		Matriz	<input type="checkbox"/>	Agencia	<input type="checkbox"/>	Sucursal	<input type="checkbox"/>				
Instituc. de salud		Hospital	<input type="checkbox"/>	Dispensario	<input checked="" type="checkbox"/>	C. Salud	<input type="checkbox"/>				
Instituc. de seguridad		Regimiento	<input type="checkbox"/>	Reten	<input type="checkbox"/>	PAI	<input type="checkbox"/>				
Instituc. de culto		Catedral	<input type="checkbox"/>	Iglesia	<input type="checkbox"/>	Otros	<input type="checkbox"/>				
Controles de Ingreso		Garita	<input type="checkbox"/>	Portón	<input type="checkbox"/>	Cerramiento	<input type="checkbox"/>				
Bomberos		1 a 5 Km.	<input type="checkbox"/>	5 a 10 Km.	<input checked="" type="checkbox"/>	+ de 10 Km.	<input type="checkbox"/>				
<b>REGULACIÓN MUNICIPAL OCUPACIÓN SUELO</b>											
USOS DE SUELO		R1	<input type="checkbox"/>	R2	<input checked="" type="checkbox"/>	R3	<input type="checkbox"/>	R Múltiple	<input type="checkbox"/>		
		Agrícola	<input type="checkbox"/>	Protección E	<input type="checkbox"/>	Histórico	<input type="checkbox"/>	Industrial	<input type="checkbox"/>		
ZONIFICACIÓN		D3	<input type="checkbox"/>	D203-80	<input checked="" type="checkbox"/>						
Numero de pisos		3		Retiros	Frontal	0,00 mt	Lateral	0,00 mt	Posterior	3,00 mt	
Cos PB.		80%		Lote mínimo	200,00 m2		Altura m	9,00 mt	Dist. Bloques	6,00 mt	
Cos total		240%		Frete mínimo	10,00 mt						
<b>AFECTACIÓN AMBIENTAL</b>											
Ruido	<input checked="" type="checkbox"/>	Polvo	<input type="checkbox"/>	CO2	<input type="checkbox"/>	Químicos	<input type="checkbox"/>				
Volcánico	<input type="checkbox"/>	Inundación	<input type="checkbox"/>	Deslave	<input type="checkbox"/>	Incendio	<input type="checkbox"/>				
 <p>ZONIFICACIÓN MUNICIPAL</p>						 <p>FOTO DEL ENTORNO</p>					
<b>DESCRIPCIÓN DEL ENTORNO</b>											
lote ubicado sobre el principal eje perimetral de la ciudad como es la Av. Simón Bolívar, con un entorno urbano de construcciones de calidad popular sin mayor organización urbana. Cuenta con todos los servicios básicos de infraestructura urbana.											

Nota: Tomado de "Avalúo realizado por el Ing. Pablo Salazar, Moisés Reza, Fabricio Cruz, Abril 2013. Quito

- ✓ Ingresar la identificación predial municipal tales como: avalúos catastrales, la zonificación municipal así como la información legal y ubicación del inmueble:

Cuadro No. 25: Identificación Predial, Legal y Ubicaciones

IDENTIFICACIÓN PREDIAL					
PROVINCIA:	PICHINCHA	CANTÓN:	QUITO	PARROQUIA:	CONOCOTO
CIUDAD:	QUITO	SECTOR:	LOTIZACIÓN HACIENDA MIRAVALLE		
DIRECCIÓN:	AV. SIMÓN BOLIVAR S/N			SECTOR CIUDAD:	PERIFÉRICO
ENTORNO:	URBANO	USO DEL SUELO:	RESIDENCIAL 2	ZONIFICACIÓN:	D3   D203-80
CLAVE CATASTRAL:	21401 08 003	No PREDIO:	181886	No. DE LOTE:	Unificado
INFORMACIÓN LEGAL PROPORCIONADA					
TIPO DE ESCRITURA:	UNIFICACIÓN DE LOTES		CANTÓN:	QUITO	
NOTARIA:	VIGÉSIMA SEGUNDA	FECHA:	14 de diciembre de 2010	FECHA INSCRIPCIÓN:	3 de marzo de 2011
OTORGADA POR:	CIA. IGLESIAS TAPIACIA. LTDA.		A FAVOR DE:		
UBICACIÓN ESPECÍFICA			UBICACIÓN GENERAL		
					

Nota: Tomado de "Avalúo realizado por el Ing. Pablo Salazar, Moisés Reza, Fabricio Cruz, Abril 2013. Quito

- ✓ Características generales del inmueble, composición espacial y funcional de la edificación, estado general de mantenimiento y conservación del inmueble, materiales de edificación y características, acabados de la construcción:

Cuadro No. 26: Características del inmueble

ACABADOS										
AMBIENTES		Pisos		Estado	Paredes		Estado	Techos		Estado
Local comercial		Cerámica nacional		B	Enlucido y pintado		B	Losa pintada		B
Oficinas		Piso flotante alemán		B	Enlucido y pintado		B	Cielo falso de fibra mineral		B
Baterías sanitarias		Cerámica nacional		B	Cerámica nacional		B	Cielo falso de fibra mineral		B
Cuarto de máquinas		Encementado		B	Enlucido y pintado		B	Enlucido y pintado		B
Circulaciones vehiculares		Contrapiso encementado		B						
<b>VENTANAS</b>				Estado:	Bueno <input checked="" type="checkbox"/>	Regular <input type="checkbox"/>	Malo <input type="checkbox"/>			
Aluminio N <input checked="" type="checkbox"/>	Aluminio C <input type="checkbox"/>	Madera <input type="checkbox"/>	Rejas <input checked="" type="checkbox"/>	PVC <input type="checkbox"/>	Otro <input type="checkbox"/>					
<b>VIDRIOS</b>				Estado:	Bueno <input checked="" type="checkbox"/>	Regular <input type="checkbox"/>	Malo <input type="checkbox"/>			
Claro <input type="checkbox"/>	Bronce <input type="checkbox"/>	Color <input checked="" type="checkbox"/>	Templado <input checked="" type="checkbox"/>	Catedral <input type="checkbox"/>	Con diseño <input type="checkbox"/>					
<b>PUERTAS</b>				Estado:	Bueno <input checked="" type="checkbox"/>	Regular <input type="checkbox"/>	Malo <input type="checkbox"/>			
Aluminio N <input checked="" type="checkbox"/>	Aluminio C <input type="checkbox"/>	Triplex <input type="checkbox"/>	Tol doblado <input checked="" type="checkbox"/>	MDF <input checked="" type="checkbox"/>	Color <input type="checkbox"/>					
Paneladas <input type="checkbox"/>	Tamboradas <input type="checkbox"/>	Embutidas <input type="checkbox"/>	Enrollables <input type="checkbox"/>	Vidrio templado <input type="checkbox"/>	Lacada <input type="checkbox"/>					
<b>CERRAJERÍA</b>				Estado:	Bueno <input checked="" type="checkbox"/>	Regular <input type="checkbox"/>	Malo <input type="checkbox"/>			
Importada <input type="checkbox"/>	Nacional <input checked="" type="checkbox"/>	Lujo <input type="checkbox"/>	Superior <input type="checkbox"/>	Medio <input checked="" type="checkbox"/>	Económico <input type="checkbox"/>					
<b>CLOSETS</b>				Estado:	Bueno <input type="checkbox"/>	Regular <input type="checkbox"/>	Malo <input type="checkbox"/>			
Panelada <input type="checkbox"/>	MDF <input type="checkbox"/>	Tamborada <input type="checkbox"/>	Melaminico <input type="checkbox"/>	Lacado <input type="checkbox"/>	Pintado <input type="checkbox"/>					
<b>MUEBLES DE COCINA</b>				Estado:	Bueno <input type="checkbox"/>	Regular <input type="checkbox"/>	Malo <input type="checkbox"/>			
Altos <input type="checkbox"/>	Bajos <input type="checkbox"/>	MDF <input type="checkbox"/>	Melaminico <input type="checkbox"/>	Madera <input type="checkbox"/>	Mampostería <input type="checkbox"/>					
MESÓN	Cerámica <input type="checkbox"/>	Posformado <input type="checkbox"/>	Mármol <input type="checkbox"/>	Granito <input type="checkbox"/>	Formica <input type="checkbox"/>					
<b>MUEBLES de BAÑO</b>				Estado:	Bueno <input checked="" type="checkbox"/>	Regular <input type="checkbox"/>	Malo <input type="checkbox"/>			
Madera <input type="checkbox"/>	MDF <input type="checkbox"/>	Melaminico <input type="checkbox"/>	Posformado <input type="checkbox"/>	Mampostería <input checked="" type="checkbox"/>	Triplex-pint <input type="checkbox"/>					
MESÓN	Cerámica <input type="checkbox"/>	Posformado <input type="checkbox"/>	Mármol <input type="checkbox"/>	Granito <input checked="" type="checkbox"/>	Formica <input type="checkbox"/>					
<b>SANITARIOS</b>				Estado:	Bueno <input checked="" type="checkbox"/>	Regular <input type="checkbox"/>	Malo <input type="checkbox"/>			
Importada <input type="checkbox"/>	Nacional <input checked="" type="checkbox"/>	Lujo <input type="checkbox"/>	Superior <input type="checkbox"/>	Medio <input checked="" type="checkbox"/>	Institucional <input type="checkbox"/>					
<b>GRIFERÍA</b>				Estado:	Bueno <input checked="" type="checkbox"/>	Regular <input type="checkbox"/>	Malo <input type="checkbox"/>			
Importada <input type="checkbox"/>	Nacional <input checked="" type="checkbox"/>	Lujo <input type="checkbox"/>	Superior <input type="checkbox"/>	Medio <input checked="" type="checkbox"/>	Económico <input type="checkbox"/>					
<b>INSTALACIONES AGUA POTABLE</b>				Estado:	Bueno <input checked="" type="checkbox"/>	Regular <input type="checkbox"/>	Malo <input type="checkbox"/>			
	Fría <input checked="" type="checkbox"/>	Caliente <input type="checkbox"/>	Calefón <input type="checkbox"/>	Ducha eléctrica <input type="checkbox"/>	Caldero <input type="checkbox"/>					
Cobre <input type="checkbox"/>	HG <input type="checkbox"/>	H3 <input checked="" type="checkbox"/>	PVC <input type="checkbox"/>	Fusión <input type="checkbox"/>	Otros <input type="checkbox"/>					
<b>INSTALACIONES AGUAS SERVIDAS</b>				Estado:	Bueno <input checked="" type="checkbox"/>	Regular <input type="checkbox"/>	Malo <input type="checkbox"/>			
PVC <input checked="" type="checkbox"/>	Cemento <input type="checkbox"/>	Hierro Galv <input type="checkbox"/>	Empotrada <input checked="" type="checkbox"/>	Vistas <input type="checkbox"/>	Otros <input type="checkbox"/>					
<b>INSTALACIONES ELÉCTRICAS</b>				Estado:	Bueno <input checked="" type="checkbox"/>	Regular <input type="checkbox"/>	Malo <input type="checkbox"/>			
Empotradas <input checked="" type="checkbox"/>	Sobrepuestas <input type="checkbox"/>	Canaleta <input type="checkbox"/>	Ductos <input type="checkbox"/>	Subterráneas <input type="checkbox"/>	Aéreas <input type="checkbox"/>					
PVC <input type="checkbox"/>	Manguera <input checked="" type="checkbox"/>	Conduit <input type="checkbox"/>	110 V. <input checked="" type="checkbox"/>	220 V <input checked="" type="checkbox"/>	Trifásica <input type="checkbox"/>					
<b>APLIQUES Y LUMINARIAS</b>				Estado:	Bueno <input checked="" type="checkbox"/>	Regular <input type="checkbox"/>	Malo <input type="checkbox"/>			
Importada <input type="checkbox"/>	Nacional <input checked="" type="checkbox"/>	Lujo <input type="checkbox"/>	Medio <input checked="" type="checkbox"/>	Económico <input type="checkbox"/>	Exterior <input type="checkbox"/>					
<b>INSTALACIONES ESPECIALES</b>				Estado:	Bueno <input checked="" type="checkbox"/>	Regular <input type="checkbox"/>	Malo <input type="checkbox"/>			
Alarma Robo <input checked="" type="checkbox"/>	Alarma Incendio <input type="checkbox"/>	Circ. Cerrado <input type="checkbox"/>	Cerca Eléctrica <input type="checkbox"/>	Cisterna <input checked="" type="checkbox"/>	Generador <input checked="" type="checkbox"/>					
UPS <input type="checkbox"/>	Hidro-sauna <input type="checkbox"/>	Música Ambient <input type="checkbox"/>	Ascensor <input type="checkbox"/>	A. acondicion. <input type="checkbox"/>	Video porter <input type="checkbox"/>					

Nota: Tomado de "Avalúo realizado por el Ing. Pablo Salazar, Moisés Reza, Fabricio Cruz, Abril 2013. Quito

✓ Valoración:

- a. Valoración del terreno: Se aplica el método residual y potencial de desarrollo, a través del cual el costo del terreno se determina como un porcentaje del precio del venta de un posible proyecto inmobiliario,



dado que a mayor dimensión de un terreno mayor puede ser la probabilidad de construcción, en función de la probabilidad de venta. La regla de esta valoración indica que el precio del terreno está en función de la capacidad de construcción y el tipo de construcción que permite dicho terreno en función de aspectos tales como su ubicación. Para determinar el porcentaje se consideran alfas máximas y mínimas, las cuales según la técnica de avalúos oscilan entre el 10% y el 18%. El método residual es comparado con la técnica deductiva y se aplican los factores de influencia tales como: profundidad, forma, tamaño, frente y esquina. De esta forma obtendremos el precio unitario del metro cuadrado.

A continuación se muestran los resultados:

Cuadro No. 27: Avalúo del terreno:

CALCULO DEL VALOR DEL TERRENO MÉTODO RESIDUAL DEL BIEN RAIZ Y EL POTENCIAL DESARROLLO						
Zonificación para el lote en estudio	D3	D203-80				
Área de terreno	frente	72.90	fondo	54.74	3,990.20	m2
Área de terreno luego de retiros	frente	62.90	fondo	46.74	2,939.65	m2
COS por zonificación					80.00%	
Área construible en Planta baja, para edificios					3,192.16	m2
CUS número de pisos					3	pisos
Área de construcción en plantas altas					6,384.32	m2
Área total de construcción					9,576.48	m2
Coefficiente de ocupación (K)					85.00%	
Área de construcción vendible					8,140.01	m2
COS de construcción vendible					204.00%	
Precio de venta en el sector					\$ 550.00	c/m2
Valor de venta de construcción principal					\$ 4,477,004	
Área requerida por cada estacionamiento					25.00	m2
Cantidad de estacionamientos						unidades
Valor de venta por cada estacionamiento					\$ 25	c/u
Valor de venta de los estacionamientos					\$ -	
Cantidad de bodegas en m2					350.00	m2
Valor de venta de las bodegas por m2						c/m2
Valor total de venta de las bodegas					\$ -	
Valor de venta total del proyecto					\$ 4,477,004	
<b>Técnica Inductiva</b>			Precio del lote = Alfa X Venta total del proyecto			
Alfa máxima					18.00%	
Alfa mínima					12.00%	
Alfa promedio					15.00%	
Valor del lote					\$ 671,551	
Valor por metro cuadrado					\$ 168.30	c/m2
<b>Técnica Deductiva</b>			Margen de operación = Ventas - costos			
Costo directo de construcción principal por m2					\$ 240	c/m2
Valor de la construcción principal					\$ 2,298,355	
Costo directo de la construcción de estacionamientos por m2					\$ 100	c/m2
Valor de construcción de estacionamientos					\$ -	
Costo directo de la construcción de bodegas					\$ 120	c/m2
Valor de la construcción de bodegas					\$ -	
Valor total de construcción					\$ 2,298,355	
Factor multiplicador					1.35	
Costo total de la construcción					\$ 3,102,780	
Margen de operación					\$ 1,374,225	
Porcentaje de utilidad sobre margen					50.00%	
Costo porcentual del lote					50.00%	
Valor del lote					\$ 687,112	
Valor por metro cuadrado					\$ 172.20	c/m2
<b>Valor del m2 por el método residual</b>					<b>S/ 170.25</b>	<b>c/m2</b>
<b>FACTORES DE INFLUENCIA</b>						
<b>Factor de Profundidad</b>			<b>Factor de Frente</b>			
Fondo tipo	20.00	ml	Frente tipo	10.00	ml	
Fondo a tasar	54.74	ml	Frente a tasar	72.90	ml	
Factor a aplicar	1.00		Factor a aplicar	1.00		
<b>Factor de Forma</b>			<b>Factor de esquina</b>			
Superficie	3,990.20	m2	Factor a aplicar	1.00		
Frente del lote	72.90	ml				
Fondo equivalente	54.74	ml				
<b>Factor de Tamaño</b>						
Lote tipo	200.00	m2	Factor			
de 2 a 4 veces	201.00	entre 800.00	1.00			
de 5 a 9 veces	801.00	entre 1,800.00	0.90			
de 10 a 19 veces	1,801.00	entre 3,800.00	0.80			
de 20 veces o mas	3,800.00	o mas	0.75			
Lote a tasar	3,990.20	m2				
Factor a aplicar	0.75					
<b>Factor de topografía</b>						
Fondo del lote	72.46	ml				
Metros de declive	12.00	ml				
Porcentaje de declive	16.56%					
Factor de declive hacia arriba	0.92					
Factor de declive hacia abajo	0.89					
<b>Factor por aprovechamiento del lote</b>						
COS total por zonificación					8,140.01	
COS total construido					4,884.00	
Vida técnica					60	
Edad de edificación					3	
Factor de demérito					0.62	
<b>RESUMEN</b>						
Valor del m2 del lote					\$ 170.25	
Factor de fondo					1.00	
Factor de frente					1.00	
Factor de tamaño					0.75	
Factor de forma					0.75	
Factor topográfico					0.89	
Factor de esquina					1.00	
Factor aprovechamiento del lote					0.62	
Valor del m2 del lote en estudio					\$ 52.82	
Valor del lote					\$ 210,759.89	
Alicuota correspondiente					100.00%	
<b>VALOR FINAL</b>					<b>\$ 210,759.89</b>	

Nota: Tomado de "Avalúo realizado por el Ing. Pablo Salazar, Moisés Reza, Fabricio Cruz, Abril 2013. Quito

b. Valoración de la construcción: dentro de los conceptos sujetos a valoración de la estación de servicios de Iglesias Tapia encontramos: las oficinas de la planta baja y deli, oficinas de la planta alta, subsuelo, marquesina de expendio, patio de maniobras y cisternas de combustible.

- ✓ El primer paso es tomar en cuenta las dimensiones de cada uno de ellos los cuales fueron tomados en el primer punto. Se toman en cuenta los costos directos para lo cual se considera la información disponible en las Cámaras de la Construcción. Luego de esto se toman en cuenta un factor de los costos indirectos y un coeficiente de ocupación. Con los datos de costos directos, el factor de costos indirectos y el factor de ocupación se determina el COSTO DEL METRO CUADRADO. Luego de lo cual se considera el costo total en función de los metros cuadrados de cada uno de los componentes de la construcción.
- ✓ El siguiente paso es considerar la depreciación de la construcción tomando en cuenta factores tales como: la edad del bien, la vida útil, el estado de conservación. Se obtiene como resultado un factor de depreciación que en caso de Iglesias Tapia es del 2.65%.
- ✓ Se calcula el valor del avalúo de las construcciones: para lo cual se toma en cuenta el valor de reposición determinado en el punto i y aplicando los factores de depreciación y el porcentaje

del valor residual. El resultado de esta operación es el Valor Comercial de las construcciones.

Cuadro No. 28: Avalúo de la construcción

<b>VALORACIÓN DE LA CONSTRUCCIÓN</b>						
	Área de Construcción	Costos Directos	Costos Indirectos	Coefficiente de Ocupación	Costo por metro cuadrado	Costo Total
Oficinas planta baja, deli	241.70	290.00	1.25	1.00	\$ 362.50	\$ 87,616.25
Oficinas planta alta	76.60	300.00	1.25	1.00	\$ 375.00	\$ 28,725.00
Subsuelo	82.20	240.00	1.25	1.00	\$ 300.00	\$ 24,660.00
Marquesina de expendio	432.00	160.00	1.25	1.00	\$ 200.00	\$ 86,400.00
Patio de maniobras	1,258.00	32.50	1.25	1.00	\$ 40.63	\$ 51,106.25
Cisternas de combustible	33.80	240.00	1.25	1.00	\$ 300.00	\$ 10,140.00
<b>Total construcción</b>	<b>2,124.30</b>					<b>\$ 288,647.50</b>
<b>ADICIONALES</b>						
<b>Total construcción adicional</b>	<b>-</b>					<b>\$ -</b>
<b>Valor total de la construcción</b>	valor de reposición					<b>\$ 288,647.50</b>
<b>Porcentajes de avance de obra y ponderación.</b>						
		100.00%		100.00%		
<b>DEPRECIACIÓN DE LA CONSTRUCCIÓN</b>						
Edad de bien		3.00				
Vida útil del bien		60.00				Vd = Vn(R + (1 - R)(1 - D))
% de vida Útil		5.00%				
Estado de Conservación		1.50			% depreciación aplicable	2.65%
Valor a nuevo		\$ 288,647.50			Valor residual	10.00%
Valor Depreciado		281,763.26	0.97615			
<b>VALOR COMERCIAL</b>						
Factor de comercialización		1.00			Valor comercial	\$ 281,763.26

Nota: Tomado de "Avalúo realizado por el Ing. Pablo Salazar, Moisés Reza, Fabricio Cruz, Abril 2013. Quito

### 3.2.2 Analizar otras partidas del balance que deban ajustarse:

Al cierre del periodo 2012, no existen otras partidas del balance distintas de propiedad planta y equipo que deban estar sujetas a ajustes.

### 3.2.3 Obtener los valores a ser ajustados:

**3.2.3.1 Avalúo de terreno y construcciones:** A continuación se puede observar, en resumen, el resultado final como resultado de la aplicación del avalúo tanto del terreno

como de las construcciones, los cuales representan los valores ajustados a los que deberán llegar nuestros saldos finales de propiedad, planta y equipo:

Cuadro No. 29: Resumen del Avalúo de Terreno y Construcciones

<b>RESUMEN DEL AVALÚO</b>	
ÁREA DE TERRENO (sin afectación)	3,990.20 m2
VALOR POR m2	52.82 c/m2
ALÍCUOTA	100.00%
VALOR PROPORCIONAL DEL TERRENO	<b>\$ 210,759.89</b>
ÁREA ÚTIL DE CONSTRUCCIÓN PRINCIPAL	2,124.30 m2
VALOR POR m2 DE CONSTRUCCIÓN	132.64 c/m2
VALOR DE LA CONSTRUCCIÓN	<b>\$ 281,763.26</b>
AVANCE DE OBRA A LA FECHA INSPECCIÓN	100.00%
<b>RESUMEN VALORIZACIÓN ECONÓMICA</b>	
VALOR COMERCIAL	<b>\$ 492,523.15</b>
DESCUENTO POR REALIZACIÓN 14.72%	<b>\$ 72,523.15</b>
VALOR DE REALIZACIÓN	<b>\$ 420,000.00</b>

*Nota:* Tomado de "Avalúo realizado por el Ing. Pablo Salazar, Moisés Reza, Fabricio Cruz, Abril 2013. Quito

**3.2.3.2. Avalúos de otros elementos de propiedad planta y equipo:** Adicionalmente, se ha considerado el avalúo de la maquinaria, mobiliario, el sistema de distribución de combustibles existentes en la estación de servicio, tales como se muestran a continuación:

**3.2.3.3. Valoración de los equipos - sistemas de distribución:**

Cuadros No. 30: Resumen del Avalúo de Maquinaria

Detalle	Valor	Total
Sistema de filtro de válvulas, compresores, bombas de agua, tableros, equipos de agua, contenedores de derrame	25.000,00	25.000,00
Tubería hidráulica especial para combustible	26.000,00	26.000,00
Tapas protectoras metálicas y protección de corriente estática	13.000,00	13.000,00
Sistema eléctrico comprendido por sistema eléctrico bombas medianas, cableado estructurado, tableros de transferencia, tableros de control y ejecución	55.000,00	55.000,00
<b>TOTAL:</b>		<b>119.000,00</b>

### 3.2.3.4 Valoración de los equipos - dispensadores:

Cantidad	Valor de reposición (factura)	% de depreciación	Valor actual
8	69.155,07	10%	62.239,56

### 3.2.3.5 Valoración de los equipos – tanques y accesorios:

Cantidad	Valor de reposición (factura)	% de depreciación	Valor actual
4	26.200,00	10%	23.580,00

*Nota:* Tomado de "Avalúo realizado por el Ing. Pablo Salazar, Moisés Reza, Fabricio Cruz, Abril 2013. Quito

### Total de la Valoración de los equipos: 204.819,56

El resumen de los ajustes a las partidas del balance como resultado de la valoración es como se muestra a continuación:

A continuación se muestra el resumen de los valores a ser ajustados por grupo de propiedad, planta y equipo:

Cuadro No. 31: Activos valorados por grupo vs Valores Ajustados según Avalúo

ACTIVOS FIJOS - LISTADO VALORADO POR GRUPOS			
DESCRIPCION	VALOR EN LIBROS	AJUSTE AVALUO	COSTO CON AVALUO
TERRENOS	125,500	-	-
EDIFICIO ADMINISTRATIVO	239,800	-	-
CONSTRUCCIONES EN PROCESO	61,179	66,044	492,523
<b>Subtotal Terreno y Construcciones</b>	<b>426,479</b>	<b>66,044</b>	<b>492,523</b>
EQUIPOS DE COMPUTO	6,074	-	-
MUEBLES Y EQUIPO DE OFICINA	6,899	-	-
MAQUINARIA Y EQUIPO	88,556	-	-
EQUIPOS DE SEGURIDAD	1,205	-	-
VEHICULO	31,031	71,055	204,820
<b>Subtotal Equipo, Maquinaria y Vehiculos</b>	<b>133,765</b>	<b>71,055</b>	<b>204,820</b>
<b>TOTALES</b>	<b>560,244</b>	<b>137,099</b>	<b>697,343</b>

*Nota:* Tomado de "Avalúo realizado por el Ing. Pablo Salazar, Moisés Reza, Fabricio Cruz, Abril 2013. Quito

### 3.2.4 Obtener los saldos de Activos y Pasivos ajustados:

Una vez determinados los valores de los avalúos y habiendo determinado los valores finales ajustados de propiedad, planta y equipo a continuación se exponen los saldos finales ajustados de los grupos de Activos y Pasivos:

Cuadro No. 32: Saldos históricos y saldos ajustados.

IGLESIAS TAPIA CIA. LTDA. BALANCE GENERAL	SALDO LIBROS dic-12	SALDOS CON AVALUO
<b>ACTIVO TOTAL</b>	925.283	1.062.383
Caja y bancos	48.237	48.237
Inversiones temporales	187.299	187.299
Cuentas x cobrar total	34.772	34.772
Otras	84.150	84.150
Inventario	10.582	10.582
<b>TOTAL ACTIVOS CORRIENTES</b>	<b>365.040</b>	<b>365.040</b>
Propiedad, Mobiliario y Equipo	560.244	697.343
<b>TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>560.244</b>	<b>697.343</b>
<b>PASIVO TOTAL</b>	712.001	712.001
Porción corriente deuda bancaria	99.838	99.838
Obligaciones con accionistas y terceros	64.373	64.373
Otras	42.799	42.799
Cuentas por pagar	137.772	137.772
Impuesto a la renta y participacion trabajad	5.276	5.276
<b>TOTAL PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>350.058</b>	<b>350.058</b>
Deuda bancaria LP	160.171	160.171
CXP Accionistas	201.772	201.772
<b>TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>361.943</b>	<b>361.943</b>

*Nota:* Tomado de "Avalúo realizado por el Ing. Pablo Salazar, Moisés Reza, Fabricio Cruz, Abril 2013. Quito

### 3.2.5 Diferencia entre Activos y Pasivos ajustados = Valoración de empresa

A continuación se muestra el resultado de nuestra valoración por el Método de Activo Neto Real (Ajustado), cuyo resultado final nos arroja un valor de USD 350.382; como se

puede apreciar, es superior a la valoración obtenida en el Método Contable, debido a que los valores de los avalúos fueron superiores a los saldos contables históricos de propiedad, planta y equipo:

**Cuadro No. 33: Valoración de la empresa por el Método del Activo Neto Real**

RESUMEN DEL METODO DE REPOSICION	(USD)
ACTIVO AJUSTADO	1.062.382,53
PASIVO AJUSTADO	712.000,69
VALORACIÓN DE LA EMPRESA - MÉTODO DEL ACTIVO NETO REAL	350.381,84
NUMERO DE PARTICIPACIONES TOTALES	8.178,00
VALOR INDIVIDUAL DE LA PARTICIPACIÓN	42,84
NUMERO DE PARTICIPACIONES SOCIO MINORITARIO	400,00
VALORACIÓN SOCIO MINORITARIO	17.137,78

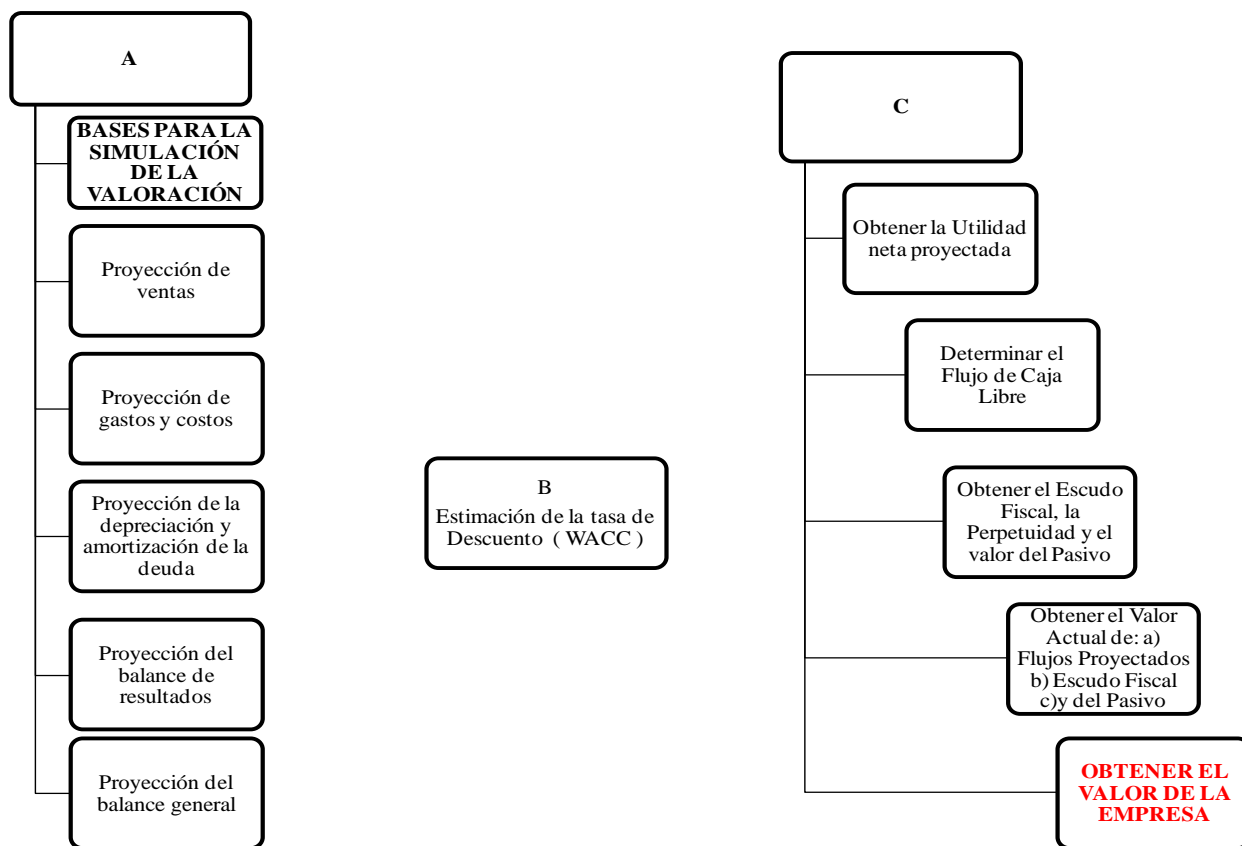
*Nota:* Tomado de los Estados Financieros ajustados de la Compañía Iglesias Tapia luego de la aplicación de los avalúos.

### **3.3 Valoración según el Método del Descuento del Flujo de Caja Libre**

A continuación ilustraremos a través de un diagrama de flujo el esquema general de la Valoración de la Empresa Iglesias Tapia por el método del descuento del flujo de caja libre:



Gráfica No. 15: Procedimiento para Método del Descuento de Flujos de Caja Libre



*Nota:* Tomado del proceso propuesto por obra titulada “Guía de Valoración de Empresas” por Pearson Educación S.A. Miguel Sanjurjo, 2003, Madrid.

Al valorar las acciones ¿Qué es lo más importante: las utilidades o el flujo de efectivo? Los analistas suelen estar en desacuerdo, por lo que la metodología que utilizan depende a menudo de la industria de la que se trate. Cuando se trata de valorar las acciones de compañías que son estaciones de servicio, la tendencia sería darle más importancia al flujo de efectivo que a las utilidades. Esta distinción resultará importante debido a que, por conocimiento del negocio, estas empresas realizan considerables gastos de capital, por tanto el gasto por concepto de depreciación ha sido cuantioso, lo cual impacta de manera adversa las utilidades que reportan. Sin embargo, como la depreciación es un gasto que no

se hace en efectivo, las estaciones de servicio siguen mostrando flujos de efectivo considerables, a pesar de que las utilidades han disminuido. Mientras que es posible que el flujo de efectivo siga siendo una determinante importante de los valores de las acciones, cada vez más los analistas insisten en que estas empresas también deben empezar a generar utilidades positivas. (Eugene Brigham – 2001, p.645)

A continuación pasaremos a describir cada una de las variables que se han tomado en cuenta para el flujo de caja libre de la compañía Iglesias Tapia.

### **3.3.1. Proyección de ventas**

Esta es una de las primeras premisas de proyección que de manera obligatoria se debe elaborar para la construcción de un Estado de Flujos de Efectivo. En el tema de proyecciones debemos considerar que existen escenarios de proyección conocidos y aceptados por las técnicas financieras como son:

- ❖ Escenario histórico
- ❖ Escenario optimista o positivo
- ❖ Escenario pesimista o negativo

Nuestro análisis principalmente se enfocará en el escenario histórico partiendo del supuesto de que las ventas en los últimos años han mantenido una tendencia estable. Por este motivo nuestra proyección de ventas para el año 2013 serán conservadoras y serán muy similares a las ventas reales que tuvieron lugar al cierre del 2012. Nuestra proyección de ventas la realizaremos para cinco años partiendo del 2013 al 2017. En cuanto a los años 2014 al 2017 nuestra proyección de escenario histórico estará basada en el método de Regresión Lineal.

El objeto de un análisis de regresión lineal es investigar la relación estadística que existe entre una variable dependiente (Y) y una o mas variables independientes  $x_1, x_2$ , etc. Para realizar esta investigación se debe postular una relación funcional entre las variables. Cuando solo existe una variable independiente, esto se reduce a una sola recta cuya fórmula es:

$$Y = b_0 + b_1X$$

Los coeficientes  $b_0$  y  $b_1$  definen la inclinación de la recta. El parámetro  $b_0$ , conocido como la ordenada del origen, nos indica cuánto es Y cuando  $X = 0$ . El parámetro  $b_1$ , conocido como la pendiente, nos indica cuánto aumenta Y por cada aumento de la unidad en X nuestro problema consiste en obtener estos coeficientes a raíz de una muestra de observaciones sobre las variables Y y X. En el análisis de regresión, las estimaciones se obtienen por el método de mínimos cuadrados.

**<http://www.eumed.net/cursecon/medir/introd.htm>**

Con el fin de aplicar la regresión lineal en el caso de la compañía Iglesias Tapia partiremos de las ventas históricas mensuales de los años 2010 al 2012 las cuales están conciliadas con las ventas totales que se muestran en los Estados de Resultados finales de dichos años y son las siguientes:

Cuadro No. 34: Ventas mensuales históricas del 2010 al 2012

Periodo	Ventas Extra	Ventas Super	Ventas Diesel	Lubricantes	Totales
<b>2010</b>	<b>3,917,404</b>	<b>2,165,203</b>	<b>1,656,932</b>	<b>13,438</b>	<b>7,752,977</b>
1	309,191	178,637	110,967		598,794
2	300,421	182,458	111,712		594,591
3	350,122	199,084	135,083		684,288
4	339,909	188,734	129,090		657,733
5	324,739	175,201	122,937		622,877
6	308,446	165,510	123,413	459	597,829
7	324,645	174,987	145,094	2,771	647,497
8	327,538	189,284	150,905	2,605	670,333
9	311,016	169,398	147,676	1,446	629,535
10	337,994	180,818	163,066	2,156	684,033
11	313,041	165,130	154,263	1,864	634,298
12	370,342	195,963	162,726	2,137	731,168
<b>2011</b>	<b>3,257,801</b>	<b>1,802,766</b>	<b>1,683,348</b>	<b>14,846</b>	<b>6,758,761</b>
1	336,083	168,461	174,318	1,818	680,680
2	310,199	169,747	159,493	1,900	641,339
3	344,529	191,280	175,114	2,162	713,085
4	331,791	184,899	164,366	1,998	683,054
5	172,884	89,463	98,851	689	361,887
6	222,224	125,896	127,076	694	475,890
7	231,536	129,374	115,185	806	476,902
8	230,640	130,598	115,930	687	477,855
9	224,598	125,478	121,384	756	472,216
10	250,982	141,085	131,465	864	524,396
11	278,929	160,050	138,405	1,291	578,674
12	323,407	186,435	161,761	1,183	672,786
<b>2012</b>	<b>3,984,670</b>	<b>1,983,684</b>	<b>2,001,617</b>	<b>6,326</b>	<b>7,976,297</b>
1	291,845	167,891	162,783	263	622,781
2	264,654	155,022	147,510	527	567,714
3	304,350	180,848	165,261	409	650,867
4	318,558	169,353	151,749	514	640,175
5	345,478	176,681	176,487	461	699,107
6	352,433	169,812	197,859	132	720,235
7	350,459	160,041	172,978	395	683,873
8	335,743	154,109	160,614	527	650,994
9	336,170	149,483	155,123	659	641,435
10	347,564	156,279	173,270	923	678,036
11	346,936	158,608	171,921	725	678,190
12	390,479	185,557	166,063	791	742,890
<b>Totales</b>	<b>11,159,874</b>	<b>5,951,653</b>	<b>5,341,897</b>	<b>34,611</b>	<b>22,488,035</b>

Nota: Tomado de las Ventas Históricas del 2010 al 2012, Iglesias Tapia Cía. Ltda.

A partir de estas cifras aplicaremos la función de Excel “Pronóstico”, la cual aplica los criterios de regresión lineal que hemos mencionado en párrafos precedentes.

Los resultados de la regresión lineal sobre la base de un escenario histórico aplicables para los pronósticos o proyecciones de los años 2013 al 2017 son como se muestra a continuación. Cabe señalar que no se ha visto la necesidad de incluir la proyección de lubricantes, debido a que sus ventas son poco significativas y su tendencia ha sido a la baja, por lo que el resultado de la regresión lineal, inclusive ha sido negativa.

### 3.3.1.1. Premisas de proyección de las ventas:

Hemos considerado las siguientes premisas con el fin de realizar la proyección de las ventas:

- ✓ La base inicial que se considera para la presente proyección es que la compañía Iglesias Tapia cumple con todos los lineamientos para ser tratada como un negocio en marcha, esto es, que planea seguir operando en la actualidad y a futuro y no tiene planes de liquidación.
- ✓ La base de proyección son las ventas históricas realizadas por la compañía entre los años 2010 al 2012 y se ha aplicado la técnica de la Regresión Lineal aplicando la función “Pronóstico” de Excel.
- ✓ El horizonte de nuestra proyección son cinco años dado que se considera que las condiciones actuales de volúmenes de venta así como los precios se pueden mantener por dicho período. Una proyección es menos confiable mientras más años se consideren para realizarla debido a los cambios que pudieran experimentar en el tiempo tanto los volúmenes de venta, los precios de los combustibles, los gastos de administración y financieros.
- ✓ Esta proyección considera el hecho de que la compañía seguirá utilizando su capacidad instalada actual y no tiene intenciones de aumentarla ni disminuirla.
- ✓ Los precios de venta se consideran los mismos durante todo el período de proyección. La explicación para ello es que los incrementos de los precios de los combustibles en el Ecuador son decretados por el Presidente de la República de acuerdo a lo establecido en el Art. 72 de la Ley de Hidrocarburos. En septiembre del 2009 se decretó el incremento del precio de la gasolina súper a US\$ 2 por



PRODUCTO	Ene-15	Feb-15	Mar-15	Abr-15	May-15	Jun-15	Jul-15	Ago-15	Sep-15	Oct-15	Nov-15	Dic-15	Año 2015
<b>VENTAS EN US\$</b>													
EXTRA	326.142	326.521	326.901	327.281	327.661	328.041	328.421	328.801	329.181	329.560	329.940	330.320	3.938.771
SUPER	137.822	137.175	136.527	135.880	135.233	134.586	133.939	133.292	132.645	131.998	131.351	130.703	1.611.151
DIESEL	197.977	199.143	200.310	201.477	202.644	203.811	204.978	206.145	207.311	208.478	209.645	210.812	2.452.731
US\$ TOTAL DE VENTAS	661.940	662.839	663.739	664.639	665.538	666.438	667.338	668.237	669.137	670.036	670.936	671.836	8.002.653
<b>VOLUMENES DE VENTA</b>													
EXTRA	250.191	250.482	250.774	251.065	251.357	251.648	251.939	252.231	252.522	252.814	253.105	253.396	3.021.524
SUPER	77.180	76.818	76.455	76.093	75.731	75.368	75.006	74.643	74.281	73.919	73.556	73.194	902.245
DIESEL	215.276	216.544	217.813	219.082	220.351	221.620	222.888	224.157	225.426	226.695	227.964	229.232	2.667.047
Total Galones QTY	542.647	543.844	545.042	546.240	547.438	548.636	549.834	551.031	552.229	553.427	554.625	555.823	6.590.816
<b>PRECIOS UNITARIOS</b>													
EXTRA	1,3036	1,3036	1,3036	1,3036	1,3036	1,3036	1,3036	1,3036	1,3036	1,3036	1,3036	1,3036	1,3036
SUPER	1,7857	1,7857	1,7857	1,7857	1,7857	1,7857	1,7857	1,7857	1,7857	1,7857	1,7857	1,7857	1,7857
DIESEL	0,9196	0,9196	0,9196	0,9196	0,9196	0,9196	0,9196	0,9196	0,9196	0,9196	0,9196	0,9196	0,9196

PRODUCTO	Ene-16	Feb-16	Mar-16	Abr-16	May-16	Jun-16	Jul-16	Ago-16	Sep-16	Oct-16	Nov-16	Dic-16
<b>VENTAS EN US\$</b>												
EXTRA	330.700	331.080	331.460	331.840	332.220	332.600	332.979	333.359	333.739	334.119	334.499	334.879
SUPER	130.056	129.409	128.762	128.115	127.468	126.821	126.174	125.527	124.880	124.232	123.585	122.938
DIESEL	211.979	213.146	214.312	215.479	216.646	217.813	218.980	220.147	221.313	222.480	223.647	224.814
US\$ TOTAL DE VENTAS	672.735	673.635	674.534	675.434	676.334	677.233	678.133	679.033	679.932	680.832	681.731	682.631
<b>VOLUMENES DE VENTA</b>												
EXTRA	253.688	253.979	254.271	254.562	254.854	255.145	255.436	255.728	256.019	256.311	256.602	256.893
SUPER	72.832	72.469	72.107	71.744	71.382	71.020	70.657	70.295	69.933	69.570	69.208	68.845
DIESEL	230.501	231.770	233.039	234.307	235.576	236.845	238.114	239.383	240.651	241.920	243.189	244.458
Total Galones QTY	557.021	558.218	559.416	560.614	561.812	563.010	564.208	565.405	566.603	567.801	568.999	570.197
<b>PRECIOS UNITARIOS</b>												
EXTRA	1,3036	1,3036	1,3036	1,3036	1,3036	1,3036	1,3036	1,3036	1,3036	1,3036	1,3036	1,3036
SUPER	1,7857	1,7857	1,7857	1,7857	1,7857	1,7857	1,7857	1,7857	1,7857	1,7857	1,7857	1,7857
DIESEL	0,9196	0,9196	0,9196	0,9196	0,9196	0,9196	0,9196	0,9196	0,9196	0,9196	0,9196	0,9196

PRODUCTO	Ene-17	Feb-17	Mar-17	Abr-17	May-17	Jun-17	Jul-17	Ago-17	Sep-17	Oct-17	Nov-17	Dic-17	Año 2017
<b>VENTAS EN US\$</b>													
EXTRA	335.259	335.639	336.018	336.398	336.778	337.158	337.538	337.918	338.298	338.678	339.058	339.437	4.048.177
SUPER	122.291	121.644	120.997	120.350	119.703	119.056	118.408	117.761	117.114	116.467	115.820	115.173	1.424.784
DIESEL	225.981	227.148	228.314	229.481	230.648	231.815	232.982	234.149	235.315	236.482	237.649	238.816	2.788.781
US\$ TOTAL DE VENTAS	683.531	684.430	685.330	686.229	687.129	688.029	688.928	689.828	690.728	691.627	692.527	693.426	8.261.742
<b>VOLUMENES DE VENTA</b>													
EXTRA	257.185	257.476	257.768	258.059	258.351	258.642	258.933	259.225	259.516	259.808	260.099	260.390	3.105.452
SUPER	68.483	68.121	67.758	67.396	67.034	66.671	66.309	65.946	65.584	65.222	64.859	64.497	797.879
DIESEL	245.727	246.995	248.264	249.533	250.802	252.071	253.339	254.608	255.877	257.146	258.415	259.683	3.032.460
Total Galones QTY	571.395	572.592	573.790	574.988	576.186	577.384	578.582	579.779	580.977	582.175	583.373	584.571	6.935.791
<b>PRECIOS UNITARIOS</b>													
EXTRA	1,3036	1,3036	1,3036	1,3036	1,3036	1,3036	1,3036	1,3036	1,3036	1,3036	1,3036	1,3036	1,3036
SUPER	1,7857	1,7857	1,7857	1,7857	1,7857	1,7857	1,7857	1,7857	1,7857	1,7857	1,7857	1,7857	1,7857
DIESEL	0,9196	0,9196	0,9196	0,9196	0,9196	0,9196	0,9196	0,9196	0,9196	0,9196	0,9196	0,9196	0,9196

**Nota:** Tomado de cálculo de la aplicación de la regresión lineal sobre la base de las ventas históricas del 2010 al 2012 de la Compañía Iglesias Tapia Cía. Ltda.

### 3.3.2. Proyección de costos y gastos

Para la proyección de los costos y gastos de la compañía Iglesias Tapia nos basaremos en el Método del Porcentaje de Ventas, el cual determina que “cada una de las partidas que conforman el estado de resultados representa un porcentaje de las ventas totales”, Eugene Brigham (2001, p.645). Con este fin utilizaremos como referencia el último año 2012, como período base para nuestras proyecciones. Hemos considerado el año 2012 y no un promedio de los últimos años dado que la relación entre los costos y gastos frente al total de las ventas se ha mantenido constante durante los últimos tres años, principalmente el rubro más importante que es el costo de ventas cuyos porcentajes han sido del 89.5% para el 2010, 89.4% para el 2011 y 89.7% para el 2012. Por lo tanto no repercutiría en la proyección el considerar el promedio de los últimos años.

A continuación se muestra un cuadro con los porcentajes que representaron cada uno de los componentes globales del estado de resultados en los años 2010 al 2012:

Cuadro No. 36: Premisas de Proyección – Porcentaje de las Ventas

<b>IGLESIAS TAPIA CIA. LTDA. PREMISAS DE PROYECCION</b>	<b>dic-10</b>	<b>dic-11</b>	<b>dic-12</b>
Ventas Netas	100,0%	100,0%	100,0%
Costo de Ventas	89,5%	89,4%	89,7%
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	<b>9,9%</b>	<b>10,0%</b>	<b>9,7%</b>
Administración y ventas	7,2%	6,7%	6,0%
Depreciaciones y amortizaciones	0,7%	0,6%	0,5%
<b>UTILIDAD OPERATIVA</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,5%</b>	<b>4,6%</b>
Gastos financieros	1,2%	0,5%	1,4%
Otros ingresos, neto	0,1%	0,2%	0,2%
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO</b>	<b>1,6%</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,5%</b>
Participación e impuesto a la renta corriente	0,59%	1,06%	1,03%
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>0,97%</b>	<b>1,93%</b>	<b>1,49%</b>

*Nota:* Tomado de los porcentajes calculados de los Estados de Resultados del año 2010 al 2012 de la Compañía Iglesias Tapia Cía. Ltda.



### 3.3.3. Proyección del Estado de Resultados

Como resultado de la aplicación de los porcentajes mencionados en el apartado anterior, a continuación se muestran los estados de resultados proyectados para los años 2013 al 2017 para la compañía partiendo del supuesto de que las ventas son proyectadas bajo un escenario histórico con base en una regresión lineal:

Cuadro No. 37: Proyección del Estado de Resultados

IGLESIAS TAPIA CIA. LTDA. ESTADO DE RESULTADOS	ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO				
	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
Ventas Netas	7.743.564	7.873.108	8.002.653	8.132.197	8.261.742
Costo de Ventas	6.949.632	7.065.894	7.182.157	7.298.420	7.414.682
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	<b>793.932</b>	<b>807.214</b>	<b>820.496</b>	<b>833.778</b>	<b>847.060</b>
Administración y ventas	466.004	473.800	481.596	489.392	497.188
Depreciaciones y amortizaciones	41.258	51.949	52.639	53.329	54.019
<b>UTILIDAD OPERATIVA</b>	<b>286.669</b>	<b>281.465</b>	<b>286.261</b>	<b>291.057</b>	<b>295.853</b>
Gastos financieros	20.985	24.318	13.083	9.569	4.870
Otros	15.898	16.164	16.429	16.695	16.961
<b>UTILIDAD ANTES DE IMPUESTO</b>	<b>281.582</b>	<b>273.311</b>	<b>289.607</b>	<b>298.183</b>	<b>307.944</b>
Participación trabajadores	42.237	40.997	43.441	44.727	46.192
Impuesto a la renta corriente	52.656	51.109	54.157	55.760	57.586
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>186.689</b>	<b>181.205</b>	<b>192.010</b>	<b>197.695</b>	<b>204.167</b>

*Nota:* Tomado del resultado obtenido de la proyección con base al Método del porcentaje de las ventas.

### 3.3.4. Proyección de la depreciación y amortización de la deuda

La depreciación de activos fijos es una partida que no representa salidas de efectivo y se la suma a los resultados del período sujeto a proyección con el fin de no distorsionar el monto real que por entradas de efectivo recibirá la compañía Iglesias Tapia. Con el fin de proyectar la depreciación de los activos fijos hemos considerado los reportes proporcionados por la compañía de los activos fijos históricos que mantiene en sus registros y realizando recálculos de la depreciación esperada para los años 2013 al 2017.

La compañía Iglesias Tapia ha aplicado los porcentajes de depreciación de acuerdo a la normativa vigente según la vida útil de los activos en los siguientes porcentajes anuales:

Edificios	5%
Mobiliario y equipo	10%
Instalaciones	10%
Vehículos	20%
Equipo de cómputo	33.33%

El resultado global nos ha permitido obtener el valor final para incorporarlo en nuestras proyecciones de los flujos de caja libres.

Con respecto a la amortización de la deuda, desde el punto de vista del capital y los intereses que se generan, hemos considerado las tablas de amortización de la deuda vigentes para cada uno de los años de análisis así como las tablas de amortización que pudieran existir como resultado de la renegociación de deudas.

Hasta este punto hemos dado una revisión de la proyección del estado de resultados como tal, a continuación revisaremos la metodología aplicada para la proyección del Balance General.

### **3.3.5. Proyección del Balance General**

Para la proyección del balance general seguiremos con la aplicación del Método del Porcentaje de Ventas. Se toma como punto de partida la proyección del estado de resultados. Bajo esta metodología, cada una de las partidas del Balance General representa un porcentaje de las ventas totales del último año histórico y, después, a fin de obtener los datos proyectados, cada uno de dichos porcentajes se multiplica por las ventas totales proyectadas para los años venideros.

Sin embargo, con respecto a la proyección del pasivo y el patrimonio varios puntos han sido considerados, tales como las expectativas reales de endeudamiento de la compañía Iglesias Tapia, la normativa legal vigente en cuanto a la constitución de reservas patrimoniales, por ejemplo, la que señala la Ley de Compañías en cuanto a que las

compañías de responsabilidad limitada deben constituir el 5% de reserva legal sobre sus utilidades netas; y la distribución de dividendos.

Considerando las premisas indicadas en el párrafo anterior, a continuación se muestra una proyección del balance general para los años 2013 al 2017:

**Cuadro No. 38: Proyección del Balance General años 2013 al 2017**

IGLESIAS TAPIA CIA. LTDA.		BALANCE GENERAL PROYECTADO				
BALANCE GENERAL	% / Vtas 2012	dic-13	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
<b>ACTIVO TOTAL</b>	<b>11,60</b>	<b>903.019</b>	<b>920.671</b>	<b>926.934</b>	<b>1.037.525</b>	<b>1.041.950</b>
Caja y bancos	0,60	46.830	47.613	48.396	105.161	119.963
Inversiones temporales	2,35	181.834	94.081	69.459	82.749	57.556
<b>Cuentas x cobrar total</b>	<b>0,44</b>	<b>33.757</b>	<b>34.322</b>	<b>59.887</b>	<b>95.451</b>	<b>86.016</b>
Otras	1,06	86.429	81.214	76.480	72.182	87.161
Inventario	0,13	10.273	10.445	10.617	10.789	10.961
<b>TOTAL ACTIVOS CORRIENTES</b>	<b>4,58</b>	<b>359.123</b>	<b>267.675</b>	<b>264.839</b>	<b>366.332</b>	<b>361.657</b>
	-					
Propiedad, Mobiliario y Equipo	7,02	543.897	652.996	662.095	671.194	680.293
<b>TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>7,02</b>	<b>543.897</b>	<b>652.996</b>	<b>662.095</b>	<b>671.194</b>	<b>680.293</b>
	-					
<b>PASIVO TOTAL</b>	<b>8,93</b>	<b>653.047</b>	<b>579.495</b>	<b>527.116</b>	<b>593.383</b>	<b>547.011</b>
Porción corriente deuda bancaria	1,25	110.030	50.161	50.000	50.000	50.000
Obligaciones con accionistas y terceros	0,81	62.494	63.540	64.585	65.631	66.676
Otras	0,54	41.550	42.245	42.941	113.636	44.331
<b>Cuentas por pagar</b>	<b>1,73</b>	<b>148.091</b>	<b>151.353</b>	<b>159.567</b>	<b>216.840</b>	<b>257.468</b>
Impuesto a la renta y participacion trabaja	0,07	94.893	92.106	97.598	100.488	103.777
<b>TOTAL PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>4,39</b>	<b>457.059</b>	<b>399.406</b>	<b>414.690</b>	<b>546.594</b>	<b>522.252</b>
	-					
Deuda bancaria LP	2,01	50.103	84.205	66.541	46.789	24.759
CXP Accionistas	2,53	145.885	95.885	45.885	0	0
<b>TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>4,54</b>	<b>195.988</b>	<b>180.089</b>	<b>112.426</b>	<b>46.789</b>	<b>24.759</b>
	-					
Capital social	0,10	8.178	8.178	8.178	8.178	8.178
Reserva legal	0,05	10.034	19.368	28.429	38.029	47.914
Resultados acumulados	2,52	231.760	313.630	363.210	397.935	438.847
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>2,67</b>	<b>249.971</b>	<b>341.177</b>	<b>399.816</b>	<b>444.142</b>	<b>494.939</b>
<b>TOTAL PASIVO + PATRIMONIO</b>	<b>11,60</b>	<b>903.019</b>	<b>920.671</b>	<b>926.934</b>	<b>1.037.525</b>	<b>1.041.950</b>

*Nota:* Tomado del Estado de Situación Financiera de los años 2013 al 2017 de la Compañía Iglesias Tapia Cía. Ltda.

### 3.3.6. La Tasa de Descuento WACC

La tasa de descuento a utilizar para la presente valoración será el costo promedio del capital, conocido por sus siglas del inglés para Weighted Average Cost of Capital como WACC, porque promedia el costo de la deuda y el costo de los accionistas. La teoría financiera nos señala que el costo del capital no solamente está relacionado con los costos

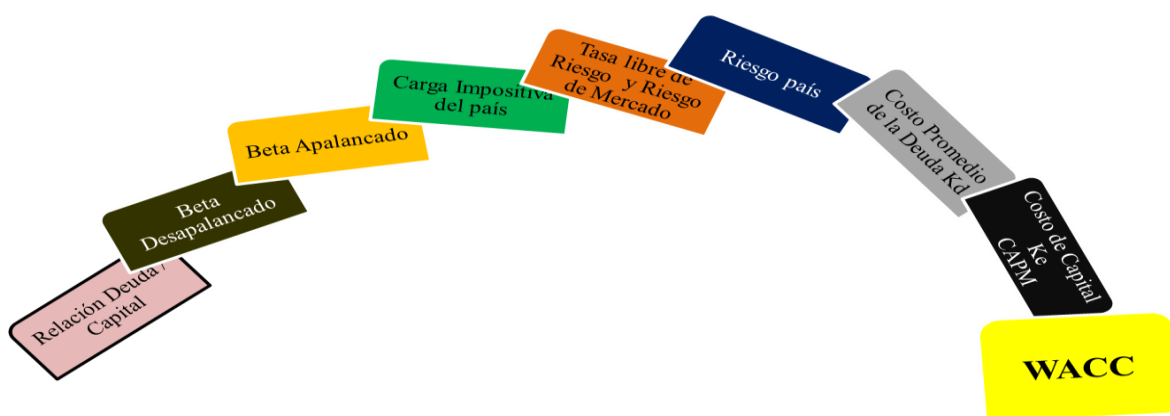
financieros producto de las obligaciones que Iglesias Tapia mantiene con sus bancos acreedores sino que también existe un costo implícito de capital relacionado con las aportaciones de los accionistas.

### 3.3.6.1. Variables en la determinación del WACC

A fin de realizar el análisis de la valoración de empresas, el punto de partida es determinar el costo promedio ponderado de capital (WACC), por lo que debemos considerar algunas variables, las mismas que serán analizadas y aplicadas a la realidad financiera actual de Iglesias Tapia Cía. Ltda.

A continuación se muestra una gráfica de las variables que intervienen en la determinación del WACC:

Gráfica No. 16: Procedimiento para la determinación del WACC



*Nota:* Tomado del “ Abstract ”, Modulo No.12 Finanzas Corporativas, Maestría en Finanzas Empresariales, ESPE . 2011.

**a. Determinar la relación entre deuda y capital**

En base a los saldos presentados al cierre de diciembre del 2012 la composición y la relación actual de la deuda de Iglesias Tapia Cía. Ltda. son las siguientes:

	Activo	Deuda	Patrimonio
Saldo a diciembre 2012	925.283	712.001	213.283

**b. Identificar el beta desapalancado de la industria**

El beta desapalancado mide el riesgo asociado con la naturaleza de la inversión existente. La información del beta desapalancado hemos extraído del Website Damodaran donde se encuentran publicados los betas por cada tipo de industria. Para el caso de Iglesias Tapia Cía. Ltda. se ha identificado que de acuerdo a esta clasificación, pertenece a la industria Oil /Gas Distribution (Distribución de Gasolina).

Cuadro No. 39: Betas desapalancados por industria

<i>Industry Name</i>	<i>Number of Firms</i>	<i>Unlevered Beta</i>
Advertising	31	1.46
Aerospace/Defense	64	0.91
Air Transport	36	1.02
Metal Fabricating	24	1.43
Metals & Mining (Div.)	73	1.18
Natural Gas (Div.)	29	1.03
Natural Gas Utility	22	0.45
Newspaper	13	1.31
Office Equip/Supplies	24	0.92
<b>Oil/Gas Distribution</b>	<b>13</b>	<b>0,64</b>
Oilfield Svcs/Equip.	93	1.30
Packaging & Container	26	0.83
Paper/Forest Products	32	0.89
Petroleum (Integrated)	20	1.04
Petroleum (Producing)	176	1.10
Pharmacy Services	19	0.97
Retail (Hardlines)	75	1.49
Retail (Softlines)	47	1.38
Retail Automotive	20	1.09
Retail Building Supply	8	0.95
Retail Store	37	1,08
Retail/Wholesale Food	30	0.58
Utility (Foreign)	4	0.45
Water Utility	11	0.43
Wireless Networking	57	1.03
<b>Total Market</b>	<b>5891</b>	<b>0.82</b>

Beta Desapalancado Iglesias Tapia Cía. Ltda

*Nota:* Tomado de “ <http://pages.stern.nyu.edu/adamodar/> ”, pagina web, Betas desapalancados de la Industria, Año 1998

### c. Determinar el beta apalancado de la industria

A efectos de llegar a obtener el beta apalancado debemos partir del beta desapalancado de la industria y determinar el impacto que tiene la relación deuda (pasivo) frente al patrimonio en los balances de Iglesias Tapia Cía. Ltda. al cierre del año 2012. A un mayor peso en la relación pasivo / patrimonio mayor será el beta apalancado.

Para apalancar el beta desapalancado aplicaremos la siguiente fórmula:

$$B_u * [1 + (1 - t) * D / P]$$

En donde:

B<sub>u</sub>: beta desapalancado

t = tasa impositiva

D = Deuda (pasivo total)

P = Patrimonio (total)

Reemplazando los valores encontramos que el beta apalancado para Iglesias Tapia Cía.

Ltda. es el siguiente:

Beta Apalancado=	2,0383457
------------------	-----------

#### d. Determinar la carga impositiva del país

A continuación determinaremos la carga impositiva real existente en el Ecuador aplicable al segmento de la industria al que pertenece Iglesias Tapia Cía. Ltda.:

Cuadro No. 40: Carga impositiva real en Ecuador

Determinación de la Carga Impositiva Real	%
Utilidad Neta	100
Participación Trabajadores	15
Utilidad antes de Impuesto a la Renta	85
Tasa Impuesto a la Renta	23
Carga real por impuesto a la Renta	19,55
Carga Impositiva Real	34,55

*Nota:* Cálculo de la carga Impositiva real en el Ecuador, considerando el % de participación a trabajadores e impuesto a la Renta, Moisés Reza & Fabricio Cruz

El hecho de incluir los impuestos en la ecuación tiene una explicación: el beneficio fiscal que se produce (*tax shield* en inglés). En el Ecuador los gastos de interés son fiscalmente deducibles, por tanto, mientras Iglesias Tapia Cía. Ltda. tenga más deuda se entiende que menos impuestos se tienen que pagar y esto, desde el punto de vista

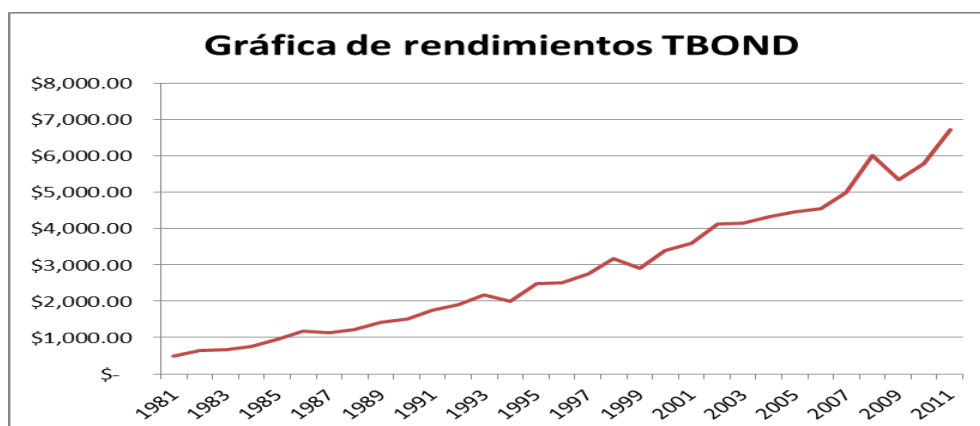
financiero, es considerado como una “no salida de caja”.

<http://queaprendemoshoy.com/%C2%BF-que-es-el-wacc/>

#### e. Determinar la tasa libre de riesgo

La tasa de cero riesgos o tasa libre de riesgo, es un concepto teórico que asume que en la economía existe una alternativa de inversión que no tiene riesgo para el inversionista. Este ofrece un rendimiento seguro en una unidad monetaria y en un plazo determinado, donde no existe riesgo crediticio ni riesgo de reinversión ya que, vencido el período, se dispondrá del efectivo. En la práctica, se puede tomar el rendimiento de los Bonos del Tesoro de Alemania o Estados Unidos como la inversión libre de riesgo, ya que se considera que la probabilidad de no pago de un bono emitido por Estados Unidos es muy baja. Se ha considerado para nuestro análisis los bonos del tesoro de los Estados Unidos TBONDS, realizando una media geométrica de los últimos treinta años, con periodo de comparación entre 1981-2011. A continuación se demuestra la gráfica de los rendimientos que han tenido los Bonos TBOND en la cual se puede apreciar que la curva tiene una tendencia creciente y por lo tanto es correcta la aplicación de la media geométrica.

Gráfica No. 17: Tasa Libre de Riesgo TBOND



Nota: Información base tomada del Site Damodaran, Moisés Reza & Fabricio Cruz.



Los resultados de la aplicación de la media geométrica tanto para los TNONDS como para la medición del Riesgo de Mercado son los siguientes:

Cuadro No. 41: Tasa Libre de Riesgo y Riesgo de Mercado

TABLA DE LOS RENDIMIENTOS TBOND Y STANDARD & POORS

Años	Retorno anual sobre la inversión		Valor compuesto	
	S&P 500 (Acciones)	T.Bonds	S&P 500 (Acciones)	T.Bonds
	%	%		
1981	(4.70)	8.20	\$ 7,561.16	\$ 484.91
1982	20.42	32.81	\$ 9,105.08	\$ 644.04
1983	22.34	3.20	\$ 11,138.90	\$ 664.65
1984	6.15	13.73	\$ 11,823.51	\$ 755.92
1985	31.24	25.71	\$ 15,516.60	\$ 950.29
1986	18.49	24.28	\$ 18,386.33	\$ 1,181.06
1987	5.81	(4.96)	\$ 19,455.08	\$ 1,122.47
1988	16.54	8.22	\$ 22,672.40	\$ 1,214.78
1989	31.48	17.69	\$ 29,808.58	\$ 1,429.72
1990	(3.06)	6.24	\$ 28,895.11	\$ 1,518.87
1991	30.23	15.00	\$ 37,631.51	\$ 1,746.77
1992	7.49	9.36	\$ 40,451.51	\$ 1,910.30
1993	9.97	14.21	\$ 44,483.33	\$ 2,181.77
1994	1.33	(8.04)	\$ 45,073.14	\$ 2,006.43
1995	37.20	23.48	\$ 61,838.19	\$ 2,477.55
1996	23.82	1.43	\$ 76,566.48	\$ 2,512.94
1997	31.86	9.94	\$ 100,958.71	\$ 2,762.71
1998	28.34	14.92	\$ 129,568.35	\$ 3,174.95
1999	20.89	(8.25)	\$ 156,629.15	\$ 2,912.88
2000	(9.03)	16.66	\$ 142,482.69	\$ 3,398.03
2001	(11.85)	5.57	\$ 125,598.83	\$ 3,587.37
2002	(21.97)	15.12	\$ 98,009.73	\$ 4,129.65
2003	28.36	0.38	\$ 125,801.18	\$ 4,145.15
2004	10.74	4.49	\$ 139,315.72	\$ 4,331.30
2005	4.83	2.87	\$ 146,050.90	\$ 4,455.50
2006	15.61	1.96	\$ 168,853.19	\$ 4,542.87
2007	5.48	10.21	\$ 178,114.34	\$ 5,006.69
2008	(36.58)	20.10	\$ 112,968.13	\$ 6,013.10
2009	25.92	(11.12)	\$ 142,254.17	\$ 5,344.65
2010	14.86	8.46	\$ 163,387.55	\$ 5,796.96
2011	2.07	16.04	\$ 166,787.51	\$ 6,726.52
<b>1981-2011</b>	<b>TASA LIBRE DE RIESGO</b>		<b>8.85%</b>	
<b>1981-2011</b>	<b>S&amp;P500 (STOCKS) - RIESGO DE MERCADO</b>		<b>10.49%</b>	

Nota: Información base tomada del Site Damodaran, Moisés Reza & Fabricio Cruz

#### **f. Determinar el riesgo de mercado**

A efectos de poder medir esta variable hemos considerado tomar las medidas del riesgo de mercado establecidas por la Calificadora de Riesgo Bursátil Standard & Poor's. El índice Standard & Poor's 500 (Standard & Poor's 500 Index) también conocido como S&P 500 es uno de los índices bursátiles más importantes de Estados Unidos. Al S&P 500 se le considera el índice más representativo de la situación real del mercado.

Para determinarlo hemos realizado un promedio geométrico a fin de obtener el crecimiento que ha tenido este índice en los pasados 30 años. (Véase el cuadro del literal anterior)

#### **g. Obtener el riesgo país EMBI**

Para determinar el valor mínimo de la rentabilidad que debe buscarse, los inversionistas suelen utilizar el EMBI (Emerging Markets Bonds Index o Indicador de Bonos de Mercados Emergentes), el cual es calculado por J.P. Morgan Chase (un banco estadounidense especializado en inversiones) con base en el comportamiento de la deuda externa emitida por cada país. Cuanta menor certeza exista de que el país honre sus obligaciones, más alto será el EMBI de ese país, y viceversa.

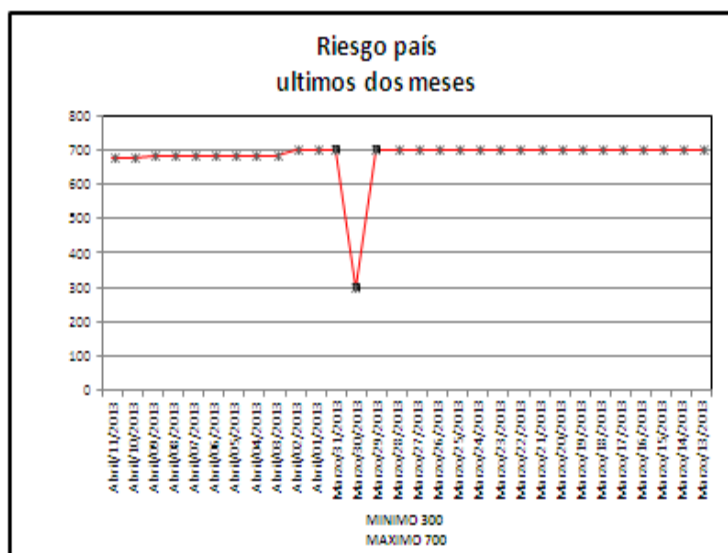
$$( TIR \text{ de bono del país de análisis} - TIR \text{ de bono de Estados Unidos} ) \times 100 = \text{Riesgo País}$$

Veamos un breve ejemplo, si el 8 de julio de 2004 los bonos de la FED rendían 5,22% de interés anual y el EMBI de Ecuador marcó 931 puntos (equivalentes a 9,31%), la tasa mínima que exigiría un inversionista para invertir en ese país debería ser 14,53% o, de lo contrario, optaría por inversiones alternativas. Para el presente estudio hemos considerado

el promedio aritmético desde el 27 de marzo hasta el 11 de abril del 2013, como se muestra a continuación, dando un resultado para el EMBI de 679,57 puntos o 6,80%.

Cuadro No. 42: EMBI del Ecuador.

FECHA	VALOR
Abril/11/2013	677
Abril/10/2013	677
Abril/09/2013	679
Abril/08/2013	680
Abril/07/2013	680
Abril/06/2013	680
Abril/05/2013	680
Abril/04/2013	681
Abril/03/2013	680
Abril/02/2013	699
Abril/01/2013	700
Marzo/31/2013	700
Marzo/30/2013	300
Marzo/29/2013	700
Marzo/28/2013	700
Marzo/27/2013	699
<b>EMBI</b>	<b>6,80</b>



Nota: Tomado de "página Web del Banco Central del Ecuador", Estadísticas, Año 2013. Quito

#### h. Cálculo del costo de la deuda financiera – Kd

Corresponde a la tasa de interés efectiva que paga Iglesias Tapia Cía. Ltda. por las obligaciones que mantiene con las instituciones del sistema financiero ecuatoriano (IFI's). Se determina el costo promedio de las tasas efectivas en relación a la participación de cada una de las obligaciones con el total de la deuda.

A continuación se muestra el costo aplicable para Iglesias Tapia Cía. Ltda.; y como se puede apreciar solo existe un acreedor

Cuadro No. 43: Costo promedio de la deuda bancaria

IFI	MONTO	TAE %	DEUDA %	PONDERACION %
BGR	160.170,99	9,76	100,00	9,76
Totales		4,88	100	9,76

Nota: Tomado de cálculos efectuados para la obtención del WACC, Moisés Reza & Fabricio Cruz

### i. El índice del costo de capital de los accionistas ( $K_e$ )

Este índice es conocido como costo de oportunidad, es el costo implícito del capital de los accionistas; es considerado como el rendimiento mínimo que esperarían recibir los accionistas como resultado de mantener su capital (inversión) en la compañía. Para obtenerlo es utilizado el método del CAPM (Capital Asset Pricing Model – traducido literalmente Modelo de Fijación de Precios de Activos de Capital). El CAPM calcula la tasa de rentabilidad apropiada y requerida para descontar los flujos de efectivo futuros que producirá un activo.

La fórmula para que se aplique para su obtención es:

$$\text{CAPM} = \text{Tasa libre de riesgo} + \text{Beta apalancado} * (\text{Riesgo de mercado} - \text{tasa libre de riesgo}) + \text{Riesgo País}$$

$$\text{CAPM} = 8,85\% + 2,038345 * (10,49\% - 8,85\%) + 6,80\%$$

$$\text{CAPM} = 19,00\%$$

### 3.3.6.2. Cálculo del WACC actual

El WACC (Weight Average Cost of Capital o Costo Promedio Ponderado de Capital) se calcula utilizando las proporciones actuales de deuda, acciones preferentes y capital común, junto con los costos componentes de capital. Como un resumen de las variables que hemos obtenido en la sección 3.1 para determinar el WACC tenemos a continuación:

Cuadro No. 44: Resumen de variables para determinar el WACC

Variables para determinación del WACC	%
Tasa Libre de Riesgo (Rf)	8,85
Riesgo de Mercado (Rm)	10,49
EMBI	6,80
Oil/Gas Distribution	0,64
Tasa de Impuestos	34,55
s&p500	10,49
CAPM	19,00

*Nota: Tomado de cálculos efectuados para la obtención del WACC, Moisés Reza & Fabricio Cruz*

Si consideramos, además, que la estructura actual de la deuda (o estructura de capital) de Iglesias Tapia Cía. Ltda. con saldos a Diciembre del 2012 corresponde a 76,95% de Pasivo frente a un 23,05% de Patrimonio, tenemos todos los elementos suficientes para determinar el WACC actual.

La fórmula que emplearemos para el cálculo del WACC es la siguiente:

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

En donde:

$K_e$  = costo de capital

$K_d$  = costo de la deuda

$E$  = Equity o Patrimonio total

$D$  = Debt o Pasivo total

$T$  = Tasa Impositiva

El WACC actual resultante para Iglesias Tapia Cía. Ltda. al cierre de Diciembre 2012 es así:

Cuadro No. 45: Determinación del WACC actual

Deuda	Patrimonio	D/P	Bu	BL	Kd (TIE)	Ke (CAPM)	WACC
712.000,69	213.282,63	3,338296654	0,64	2,0383457	9,76%	19,00%	<b>9,29%</b>

*Nota: Tomado de cálculos efectuados para la obtención del WACC, Moisés Reza & Fabricio Cruz*

### 3.3.7. Proyección de los flujos de caja libres

Con los datos que hemos mencionado en los numerales precedentes podremos construir nuestros flujos de caja libres. Como punto de partida tenemos las ventas proyectadas de los años 2013 al 2017 y se añadirán los conceptos de costo de ventas, gastos generales de administración y ventas, de depreciación y financieros, hasta llegar a

la utilidad neta del ejercicio; estos datos provienen de nuestra proyección del Estado de Resultados que analizamos anteriormente

**Cuadro No. 46: Estados de Resultados y Utilidad Neta Proyectados**

Estado de Resultados	diciembre-13		diciembre-14		diciembre-15		diciembre-16		diciembre-17	
	Escenario Histórico		Escenario Histórico		Escenario Histórico		Escenario Histórico		Escenario Histórico	
	Proyección	Índices	Proyección	Índices	Proyección	Índices	Proyección	Índices	Proyección	Índices
	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%
Ventas	7,743,564	100.00	7,873,108	100.00	8,002,653	100.00	8,132,197	100.00	8,261,742	100.00
Costo de Ventas	6,949,632	89.75	7,065,894	89.75	7,182,157	89.75	7,298,420	89.75	7,414,682	89.75
Gastos Generales y Administrativos	466,004	6.02	473,800	6.02	481,596	6.02	489,392	6.02	497,188	6.02
Utilidad Operativa (EBITDA)	327,928	3.70	333,414	3.58	338,900	3.58	344,386	3.58	349,872	3.58
(-) Depreciación y Amortización	41,258	0.53	51,949	0.66	52,639	0.66	53,329	0.66	54,019	0.65
(-) Gasto por Interés	20,985	1.09	24,318	1.09	13,083	1.09	9,569	1.09	4,870	1.09
(+) Otros ingresos	15,898	0.21	16,164	0.21	16,429	0.21	16,695	0.21	16,961	0.21
(-) Participación a trajadores e IR	94,893	1.23	92,106	1.17	97,598	1.22	100,488	1.24	103,777	1.26
<b>Utilidad Neta</b>	<b>186,689</b>	<b>2.41</b>	<b>181,205</b>	<b>2.30</b>	<b>192,010</b>	<b>2.40</b>	<b>197,695</b>	<b>2.43</b>	<b>204,167</b>	<b>2.47</b>

*Nota:* Tomado de los cálculos de proyecciones para los años 2013 al 2017 para la Compañía Iglesias Tapia Cía. Ltda.

Como paso siguiente para la construcción de nuestros flujos de caja y partiendo de la última línea del cuadro anterior, que es la Utilidad Neta, sumaremos los gastos que no representan salida real de efectivo como es el caso de la depreciación y amortizaciones, así como los gastos financieros. Como resultado de ésta operación obtendremos la Generación Operativa Bruta.

**Cuadro No. 47: Generación Operativa Bruta**

Estado de Resultados	diciembre-13		diciembre-14		diciembre-15		diciembre-16		diciembre-17	
	Escenario Histórico		Escenario Histórico		Escenario Histórico		Escenario Histórico		Escenario Histórico	
	Proyección	Índices	Proyección	Índices	Proyección	Índices	Proyección	Índices	Proyección	Índices
	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%
Utilidad Neta	186,689	2.41	181,205	2.30	192,010	2.40	197,695	2.43	204,167	2.47
(+) Depreciación	41,258		51,949		52,639		53,329		54,019	
(+) Gasto interes	20,985		24,318		13,083		9,569		4,870	
<b>GENERACION OPERATIVA BRUTA</b>	<b>248,932</b>		<b>257,472</b>		<b>257,732</b>		<b>260,593</b>		<b>263,056</b>	

*Nota:* Tomado de los cálculos de proyecciones para los años 2013 al 2017 para la Compañía Iglesias Tapia Cía. Ltda.

Toda vez que hemos obtenido la Generación Operativa Bruta, sumaremos o restaremos las variaciones o cambios en el Capital de Trabajo; el resultado obtenido nos permitirá obtener el Flujo de Caja Operativo Neto o Flujo de Caja Libre, como sigue:

**Cuadro No. 48: Flujo de Caja Libre de Iglesias Tapia Cía. Ltda.**

Estado de Resultados	diciembre-13		diciembre-14		diciembre-15		diciembre-16		diciembre-17	
	Escenario Histórico		Escenario Histórico		Escenario Histórico		Escenario Histórico		Escenario Histórico	
	Proyección	Indices	Proyección	Indices	Proyección	Indices	Proyección	Indices	Proyección	Indices
GENERACION OPERATIVA BRUTA	248,932		257,472		257,732		260,593		263,056	
Cambio en Cuentas por Cobrar	1,015	2	- 565	2	- 25,565	3	- 35,565	4	9,435	4
Cambio en Inventarios	309	1	- 172	1	- 172	1	- 172	1	- 172	1
Cambio en otros Activos Corrientes	- 2,279		5,214		4,734		4,298		- 14,980	
Cambio en Proveedores	10,319	8	3,262	8	8,214	8	57,274	11	40,628	12
Cambio en otros Pasivos Corrientes	86,490		2,323		7,233		74,631		- 64,970	
CAMBIO NETO EN EL CAPITAL DE TRABAJO	95,854		10,062		- 5,556		100,466		- 30,059	
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE</b>	<b>344,786</b>		<b>267,534</b>		<b>252,175</b>		<b>361,059</b>		<b>232,997</b>	

*Nota:* Tomado de los cálculos de proyecciones de Flujo de Caja Libre para los años 2013 al 2017 para la Compañía Iglesias Tapia Cía. Ltda., Moisés Reza & Fabricio Cruz.

Luego sumaremos el efecto del escudo fiscal dado que éste beneficia al flujo de caja futuro considerando que la operación de Iglesias Tapia genera un crédito fiscal a favor de la Compañía.

**Cuadro No. 49: Escudo Fiscal**

Estado de Resultados	diciembre-13		diciembre-14		diciembre-15		diciembre-16		diciembre-17	
	Escenario Histórico		Escenario Histórico		Escenario Histórico		Escenario Histórico		Escenario Histórico	
	Proyección	Indices	Proyección	Indices	Proyección	Indices	Proyección	Indices	Proyección	Indices
FLUJO DE CAJA LIBRE PROYECTADO	344,786		267,534		252,175		361,059		232,997	
<b>ESCUDO FISCAL</b>	<b>23,000</b>		<b>23,000</b>		<b>23,000</b>		<b>23,000</b>		<b>23,000</b>	

*Nota:* Tomado de los cálculos de proyecciones de Flujo de Caja Libre para los años 2013 al 2017 para la Compañía Iglesias Tapia Cía. Ltda., Moisés Reza & Fabricio Cruz.

Toda vez que hemos obtenido los flujos de caja libre proyectados y el escudo fiscal, como paso a seguir determinaremos el valor presente tanto del escudo fiscal como de los flujos de caja libres; para lo cual aplicaremos como tasa de descuento el WACC obtenido.

Para la obtención del valor actual de los flujos de fondos se debe aplicaremos la siguiente fórmula financiera:

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

En la que, CF1 = flujo de fondos generados por Iglesias Tapia en determinado período; VRn = valor residual de la empresa en el año n; K tasa de descuento (WACC) apropiada para el riesgo de los flujos de fondos.

El resultado de traer a valor presente es el siguiente:

**Cuadro No. 50: Valor presente de flujos proyectados y escudo fiscal**

Estado de Resultados	diciembre-13		diciembre-14		diciembre-15		diciembre-16		diciembre-17	
	Escenario Histórico		Escenario Histórico		Escenario Histórico		Escenario Histórico		Escenario Histórico	
	Proyección	Índices	Proyección	Índices	Proyección	Índices	Proyección	Índices	Proyección	Índices
ESCUDO FISCAL	23,000		23,000		23,000		23,000		23,000	
VALOR PRESENTE DEL ESCUDO FISCAL	21,045		19,256		17,619		16,122		14,751	
VALOR PRESENTE DE LOS FLUJOS PROYECTADOS	315,478		223,985		193,180		253,079		149,434	
VALOR ACTUAL NETO (FLUJOS DESCONTADOS)	1,135,156									
WACC	9.29%									

*Nota:* Tomado de los cálculos de proyecciones de Flujo de Caja Libre para los años 2013 al 2017 para la Compañía Iglesias Tapia Cía. Ltda., Moisés Reza & Fabricio Cruz.

Como se menciono en el paso anterior, uno de los componentes de la fórmula es el valor residual conocido también como perpetuidad.

La obtención de la perpetuidad tiene su explicación, dado que la compañía no solo existirá por el tiempo en que se proyectaron los flujos, es decir cinco años, sino más que eso, por lo tanto se debe determinar un valor que represente la posible generación de flujos futuros más allá del horizonte de los cinco años de proyección.



Un procedimiento simplificado para considerar una duración indefinida de los flujos futuros a partir del año  $n$  es suponer una tasa de crecimiento constante ( $g$ ) de los flujos a partir de ese período, y obtener un valor residual en el año  $n$  aplicando la fórmula simplificada de descuento de flujos indefinidos con crecimiento constante, Pablo Fernández - 2008:

$$\bar{V}R_n = CF_n (1+g) / (k-g).$$

Para el cálculo del valor residual se parte del flujo de caja no descontado proyectado del último año, el cual corresponde al  $CF_n$  de la fórmula de la perpetuidad descrita anteriormente. A este valor residual final se le aplicó la fórmula descrita anteriormente obteniéndose una perpetuidad al inicio del año 2017 por USD 1'134.579,00, luego aplicaremos a éste última cifra su valor presente.

### **3.3.8. Valoración de la empresa por Método de Descuento de Flujos de Caja Libres**

Con el fin de obtener el valor global de la empresa finalmente, sumaremos el valor actual neto de los flujos descontados más el valor actual de la perpetuidad, más el valor actual del escudo fiscal tal como se presenta en el cuadro que se detalla a continuación; obteniéndose como resultado que el valor global de la Compañía Iglesias Tapia por el Método del descuento de flujos de caja libre es de USD 1'690.641,00.

Finalmente, la valoración de las 400 participaciones que corresponde al socio minoritario asciende a USD 82.692,00.

## Cuadro No. 51: Valoración Global y Participación Minoritaria de Iglesias Tapia

VALOR ACTUAL NETO (FLUJOS DESCONTADOS)	1,135,156
WACC	9.29%
FLUJO DE CAJA DEL ULTIMO AÑO	232,997
PERPETUIDAD AL INICIO DEL AÑO 2017	1,134,579
VALOR ACTUAL DE LA PERPETUIDAD	466,692
VALOR ACTUAL DEL ESCUDO FISCAL TOTAL	88,793
<b>VALORACION GLOBAL DE LA EMPRESA</b>	<b>1,690,641</b>
NUMERO DE PARTICIPACIONES A DIC. 2012	8,178
VALOR INDIVIDUAL DE LA PARTICIPACION	206.73
CAPITAL SOCIO MINOTARIO	400.00
<b>VALOR TECNICO DE LA RECOMPRA</b>	<b>82,692</b>

*Nota:* Tomado de los cálculos de Valoración de la Compañía Iglesias Tapia Cía. Ltda. por el Método del Descuento de Flujos de Caja Libres, Moisés Reza & Fabricio Cruz.

La consolidación de la aplicación del Método del Descuento de Flujos de Caja Libres partiendo de la proyección del Estado de Resultados hasta llegar a la valoración de la compañía se muestra a continuación:

Cuadro No. 52: Valor de Iglesias Tapia por el Método del Descuento de Flujos de Caja Libre

Estado de Resultados Proyectados	diciembre-13		diciembre-14		diciembre-15		diciembre-16		diciembre-17	
	Escenario Histórico		Escenario Histórico		Escenario Histórico		Escenario Histórico		Escenario Histórico	
	Proyección	Índices	Proyección	Índices	Proyección	Índices	Proyección	Índices	Proyección	Índices
	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%	US\$	%
Ventas	7,743,564	100.00	7,873,108	100.00	8,002,653	100.00	8,132,197	100.00	8,261,742	100.00
Costo de Ventas	6,949,632	89.75	7,065,894	89.75	7,182,157	89.75	7,298,420	89.75	7,414,682	89.75
Gastos Generales y Administrativos	466,004	6.02	473,800	6.02	481,596	6.02	489,392	6.02	497,188	6.02
Utilidad Operativa (EBITDA)	327,928	3.70	333,414	3.58	338,900	3.58	344,386	3.58	349,872	3.58
(-) Depreciación y Amortización	41,258	0.53	51,949	0.66	52,639	0.66	53,329	0.66	54,019	0.65
(-) Gasto por Interés	20,985	1.09	24,318	1.09	13,083	1.09	9,569	1.09	4,870	1.09
(+) Otros ingresos	15,898	0.21	16,164	0.21	16,429	0.21	16,695	0.21	16,961	0.21
(-) Participación a trajadores e IR	94,893	1.23	92,106	1.17	97,598	1.22	100,488	1.24	103,777	1.26
<b>Utilidad Neta</b>	<b>186,689</b>	<b>2.41</b>	<b>181,205</b>	<b>2.30</b>	<b>192,010</b>	<b>2.40</b>	<b>197,695</b>	<b>2.43</b>	<b>204,167</b>	<b>2.47</b>
(+) Depreciación	41,258		51,949		52,639		53,329		54,019	
(+) Gasto interes	20,985		24,318		13,083		9,569		4,870	
<b>GENERACION OPERATIVA BRUTA</b>	<b>248,932</b>		<b>257,472</b>		<b>257,732</b>		<b>260,593</b>		<b>263,056</b>	
Cambio en Cuentas por Cobrar	1,015	2	565	2	25,565	3	35,565	4	9,435	4
Cambio en Inventarios	309	1	172	1	172	1	172	1	172	1
Cambio en otros Activos Corrientes	- 2,279		5,214		4,734		4,298		14,980	
Cambio en Proveedores	10,319	8	3,262	8	8,214	8	57,274	11	40,628	12
Cambio en otros Pasivos Corrientes	86,490		2,323		7,233		74,631		64,970	
CAMBIO NETO EN EL CAPITAL DE TRABAJO	95,854		10,062		5,556		100,466		30,059	
<b>FLUJO DE CAJA LIBRE PROYECTADO</b>	<b>344,786</b>		<b>267,534</b>		<b>252,175</b>		<b>361,059</b>		<b>232,997</b>	
<b>ESCUDO FISCAL</b>	<b>23,000</b>		<b>23,000</b>		<b>23,000</b>		<b>23,000</b>		<b>23,000</b>	
<b>VALOR PRESENTE DEL ESCUDO FISCAL</b>	<b>21,045</b>		<b>19,256</b>		<b>17,619</b>		<b>16,122</b>		<b>14,751</b>	
<b>VALOR PRESENTE DE LOS FLUJOS PROYECTADOS</b>	<b>315,478</b>		<b>223,985</b>		<b>193,180</b>		<b>253,079</b>		<b>149,434</b>	
<b>VALOR ACTUAL NETO (FLUJOS DESCONTADOS)</b>	<b>1,135,156</b>									
<b>WACC</b>	<b>9.29%</b>									
FLUJO DE CAJA DEL ULTIMO AÑO	232,997									
PERPETUIDAD AL INICIO DEL AÑO 2017	1,134,579									
VALOR ACTUAL DE LA PERPETUIDAD	466,692									
VALOR ACTUAL DEL ESCUDO FISCAL TOTAL	88,793									
<b>VALORACION GLOBAL DE LA EMPRESA</b>	<b>1,690,641</b>									
NUMERO DE PARTICIPACIONES A DIC. 2012	8,178									
VALOR INDIVIDUAL DE LA PARTICIPACION	206.73									
CAPITAL SOCIO MINOTARIO	400.00									
<b>VALOR TECNICO DE LA RECOMPRA</b>	<b>82,692</b>									

*Nota:* Tomado de los cálculos de Flujos de Caja Libre Proyectados y Valoración de la Compañía Iglesias Tapia Cía. Ltda. por el Método del Descuento de Flujos de Caja Libres, Moisés Reza & Fabricio Cruz.

### 3.4. Análisis de resultados

Cuando se habla de valoración de empresas no existe un método único de valoración de empresas, sino que los métodos de valoración siempre tienen que estar relacionados con tres aspectos de la valoración.

1. Según el por qué o el para qué, es un determinante entre utilizar uno u otro método de valoración.
2. Es diferente el hacer la valoración de una empresa que está consolidada y otra que está empezando sus actividades.
3. No es lo mismo hacer valoración de empresas en un entorno de crecimiento empresarial que hacer la valoración en un entorno en el cual el crecimiento no se sabe si existe o si se genera dudas y si se va a producir o no, por tanto el entorno incide de manera decisiva en el momento de realizar valoración de empresas.

Luego de los análisis que hemos realizado en el Capítulo III, se realizará un comparativo de los resultados que hemos obtenidos producto de la aplicación del Método Contable, Método del Activo Neto Real y Método del Descuento de Flujos de Caja Libres.

Los Métodos estáticos están orientados a fijar los precios mínimos o el suelo de la valoración, estos métodos estáticos que parten de lo que la empresa ha sido o es tiene una base contable y básicamente están planteados en base a un balance y dentro del balance, existe un partida denominada patrimonio neto.

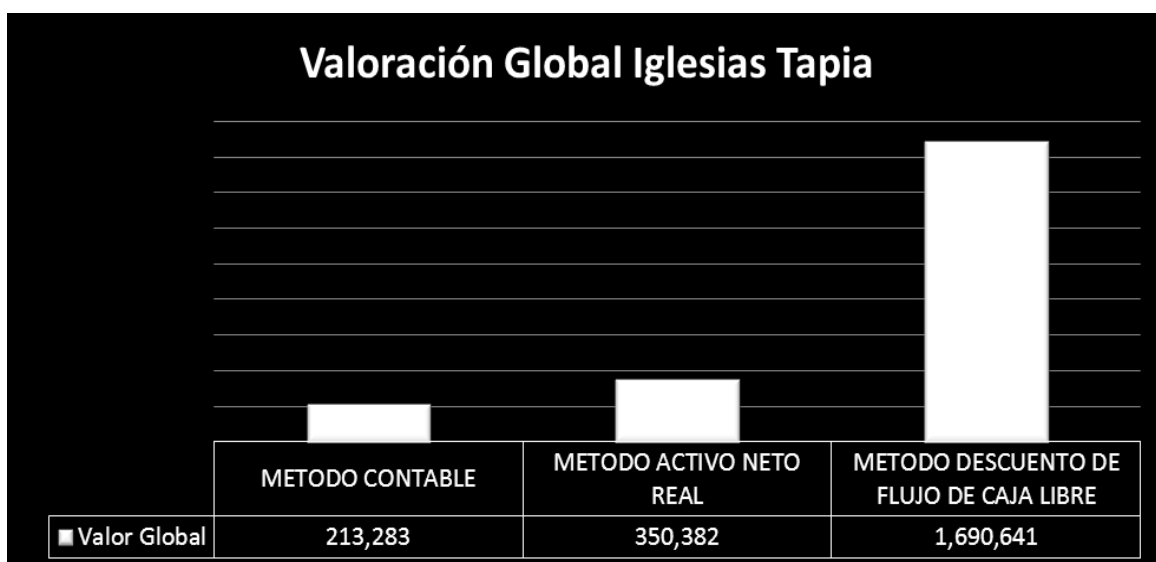
El método del Activo Neto Real suele dar un valor superior y, como hemos visto, consiste en ajustar el precio de ciertos activos, y la única manera de saber cual es su valor es acudir a una tasación y de hecho lo hemos realizado con un perito independiente,

calificado por la Superintendencia de Bancos, para que puedan dar el valor de los activos; con los pasivos no existen ajustes dado que la práctica nos lleva a tomar su valor nominal.

Con respecto al techo de la valoración hemos tomado el Método De Descuento De Flujos De Caja, dado que, por este método se aplica a empresas en marcha y hemos llegado a obtener el valor más alto de los tres Métodos escogidos para aplicarlos en Iglesias Tapia.

A continuación se muestran los resultados de la Valoración Global:

Gráfica No. 18: Comparativo de Resultados de Valoraciones por Métodos Aplicados

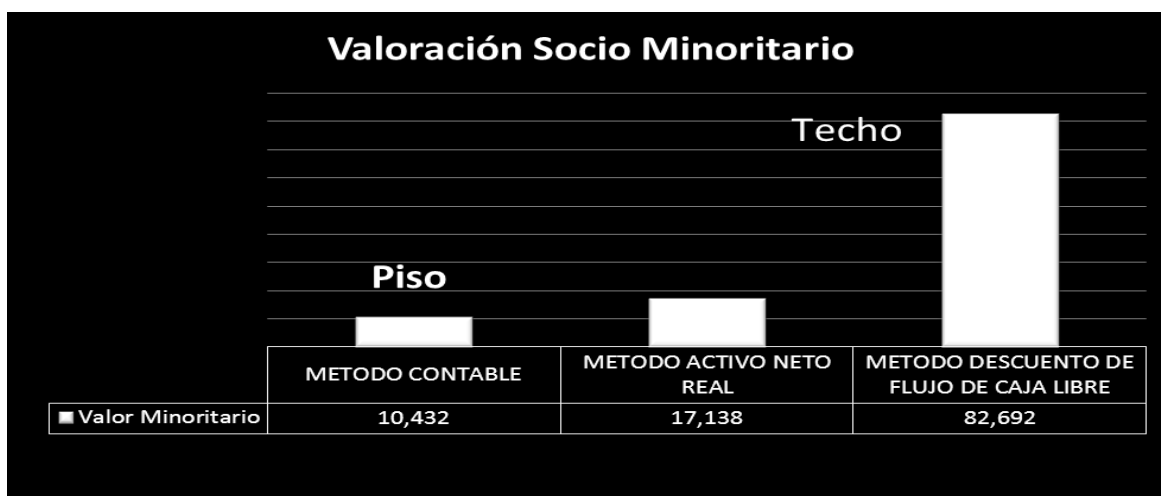


*Nota:* Tomado de los resultados de los Cálculos de Valoración de Empresas aplicables a Iglesias Tapia Cía. Ltda., Moisés Reza & Fabricio Cruz.

En cuanto a la valoración de las participaciones del socio minoritario, en los tres métodos de valoración que se han escogido se ha considerado una valoración sobre una base de 400 participaciones.

A continuación se muestra la valoración del socio minoritario:

Gráfica No. 19: Piso y Techo de la Participación Minoritaria



*Nota:* Tomado de los resultados de los Cálculos de Valoración de Empresas aplicables a Iglesias Tapia Cía. Ltda., Moisés Reza & Fabricio Cruz.

Los resultados anteriores demuestran un piso de USD 10.342 y un techo de USD 82.692,00 para la valoración de la participación minoritaria existente en Iglesias Tapia. Sin embargo, en la práctica pueden existir tantas valoraciones como se requiera (principalmente por el Método del Descuento de Flujos de Caja Libre) en función de cómo se muevan las diferentes variables de la proyección. Y adicionalmente, como ya se ha mencionado, estos valores son referenciales con el objetivo de fijar el precio final de recompra de la participación minoritaria.

## CAPÍTULO IV

### CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

#### 4.1. Conclusiones

Una vez realizados los análisis presentados a lo largo del presente proyecto hemos podido establecer las siguientes conclusiones:

- La empresa Iglesias Tapia Cía. Ltda. es una compañía ecuatoriana de naturaleza esencialmente familiar. Sin embargo, desde el inicio de sus operaciones uno de sus socios, el cual tiene una participación minoritaria, no pertenece a la familia; por tanto se ha originado como objetivo de corto plazo de la familia Iglesias Tapia el poseer el 100% de las participaciones siendo este el motivo por el cual se ha realizado el presente proyecto de valoración de empresas.
- Hemos determinado que la compañía Iglesias Tapia Cía. Ltda. cumple los parámetros necesarios para ser considerada un negocio en marcha, esto es: mantiene una estrecha relación comercial con EP Petroecuador la cual se ha formalizado a través de un Convenio de exclusividad para representar a la marca; adicionalmente no tiene intenciones de liquidar, realiza sus operaciones con normalidad y de manera regular, cumple las normativas legales referentes a lo laboral, societario, tributario, ambiental, hidrocarburíferas. Esta situación nos lleva a la conclusión de que la compañía será capaz de generar flujos y beneficios futuros, y por tanto se concluye que la metodología que mejor aplica en éstas circunstancias es el Método del descuento de flujo de caja libre.
- Con relación a la situación financiera de la compañía Iglesias Tapia Cía. Ltda. se puede concluir de manera general que goza de una estructura financiera saludable

dado que tiene capacidad suficiente para generar flujos operativos propios que le permite cumplir con el pago de sus obligaciones tanto con su principal proveedor que es EP Petrocomercial, sus accionistas y la banca. Esto se debe a que la Estación de Servicio cuenta con varios factores que inciden en sus resultados positivos tales como: su ubicación geográfica, el representar a una marca bien posicionada en el sierra ecuatoriana como es EP Petrocomercial, un excelente servicio al cliente y el aprovechamiento al 100% de la capacidad instalada.

- Existen muchos métodos de valoración, los cuales se escogen según el objetivo para el cual se la realiza. En el caso de la compañía Iglesias Tapia, el objetivo es conocer el valor de la participación minoritaria de un socio al cual la familia Iglesias Tapia pretende recomprar sus participaciones. En vista de que la valoración de la empresa es subjetiva, lo que se hace es determinar un piso y un techo para que las partes tengan con qué negociar y llegar a un precio, determinando un mínimo y un máximo. Apegados a estos criterios podemos concluir que para la negociación el piso debe ser el Método Contable por un valor de USD 10.432,00 para la participación minoritaria y de USD 213.283,00 para la valoración global de la empresa; mientras que el techo a través del Método de Descuento de Flujos de Caja Libre es de USD 82.692,00 para la participación minoritaria y de USD 1'690.641,00 para la valoración global.



## 4.2. Recomendaciones

- Se recomienda que se tomen como referencia los valores obtenidos a través de las diferentes metodologías de valoración de empresas analizadas y aplicadas en el presente proyecto para la Compañía Iglesias Tapia Cía. Ltda., para la negociación de la recompra de las participaciones del socio minoritario.
- Se recomienda a la compañía Iglesias Tapia continuar con el cumplimiento de las normativas vigentes así como renegociar de forma permanente el Convenio de Exclusividad que actualmente mantiene con EP Petroecuador, lo cual le permitirá seguir siendo considerada como un negocio en marcha.
- En cuanto a la situación financiera, a pesar de la excelente situación financiera de la que goza la compañía se recomienda que se realice un análisis que permita identificar los posibles rubros de los estados financieros que sean susceptibles de mejora tales como: una disminución de los gastos de administración que actualmente son del 6%, para reducirlos a un 5% del total de ventas.
- Considerando que los días de pago a su proveedor tiene una rotación de 6 días y que a la fecha han sido informados por su proveedor que deben ser realizados en un plazo no mayor a 4 días; se recomienda a la empresa seguir manteniendo con su banco de confianza una saludable situación comercial con el fin de poder acceder a posibles necesidades de financiamiento en sus operaciones de capital de trabajo.
- Dado que la Compañía Iglesias Tapia cumple con los parámetros para ser considerada como una empresa en marcha, recomendamos que se considere los valores obtenidos a través del Método de Descuento de Flujos de Caja Libre como referencia para negociar el precio final de recompra de las participaciones.

### 4.3 Referencias

- Sanjurjo, Miguel & Reinoso, Mar (2003), *Guía de Valoración de Empresas – Price Waterhouse Coopers*, Segunda Edición, Rivera del Loira – Madrid. Editorial Pearson Educación, S. A.
- Brigham, Eugene F. & Houston, Joel (2001), *Fundamentos de Administración Financiera*, Primera Edición, México D.F. Editorial Patria.
- Alonso, R. & Villa, A (2007), *Valoración de Empresas – Teoría y Practicas Aplicadas*, Segunda Edición, Madrid – México D.F. Ediciones Mundi Prensa.
- Berk, Jonathan & De Marzo, Peter (2008), *Finanzas Corporativas*, Primera Edición, México, Pearson – Education de México.
- Fernández, Pablo (2008), *Métodos de Valoración de Empresas*, Barcelona – España. IESE Business School Universidad de Navarra.
- Iglesias, Carolina (2012), *Creación de un Modelo de Gestión para Empresas de Comercialización de Productos Derivados de los Hidrocarburos*, Quito-Ecuador, Escuela Superior Politécnica del Ejército.
- Galindo, Alfonso (2005), *Fundamentos de Valoración de Empresas*, Cádiz España, Universidad de Cádiz.
- Iza, Fabián (2011), *Implementación de un sistema de Valoración para la Empresa Mundo Deportivo*, Quito-Ecuador, Escuela Superior Politécnica del Ejército.
- Centros Europeos de Empresas Innovadoras (2008), *Valoración de Empresas*, Valencia – España, Editorial CEEI.
- Martínez, Marcelo (2007), *Propuesta de Control para la Comercialización de Combustibles del Sector Automotriz*, Quito-Ecuador, Instituto de Altos Estudios Nacionales.
- Fernández, Pablo (2000), *Creación de valor para los accionistas: Conceptos Básicos*, Barcelona – España, Temas de Actualidad.
- Superintendencia de Compañías del Ecuador (2010), *Índices Financieros Consolidados del Sector*, Quito – Ecuador.
- Banco Central del Ecuador, *Indicadores de Riesgo País EMBI* (Por sus siglas en ingles para Emerging Market Bound Index), Recuperado de [http://www.bce.fin.ec/resumen\\_ticker.php?ticker\\_value=riesgo\\_pais](http://www.bce.fin.ec/resumen_ticker.php?ticker_value=riesgo_pais).

Wikipedia (2012), *Producto Interno Bruto*. Recuperado de:

[http://es.wikipedia.org/wiki/Producto\\_Interno\\_Bruto](http://es.wikipedia.org/wiki/Producto_Interno_Bruto)

Banco Central del Ecuador (2012), *Balanza Comercial del Ecuador*, Quito. Recuperado de

<http://www.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/balanzaComercial/ebc201302.pdf>

Banco Central del Ecuador (2012), *Tasas de Interés Referenciales*, Quito. Recuperado de

<http://www.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/BoletinTasasInteres/ect201301.pdf>

Banco Central del Ecuador (2012), *Inflación en el Ecuador*, Quito - Ecuador. Recuperado

de <http://www.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Notas/Inflacion/>

Instituto Nacional de Estadística y Censos (2012), *Clasificación Nacional de Actividades*

*Económicas (CIU Rev. 4.0)*, Quito – Ecuador. Recuperado de

<http://www.inec.gob.ec/estadisticas/SIN/metodologias/CIU%204.0.pdf>

Eumed.Net Enciclopedia Virtual, *Introducción a la regresión lineal*, Recuperado de

<http://www.eumed.net/cursecon/medir/introd.htm>

Martínez, Carlos (2011), *Abstract de Finanzas Corporativas*, Modulo 12 Maestría en

Finanzas Empresariales ESPE, Quito - Ecuador,

Damodaran, Aswath (1998), *Betas de la Industria / Rendimientos de los TBONDS y de*

*las Acciones del Standard & Poors 500*, Nueva York – Estados Unidos.

Recuperado de: <http://pages.stern.nyu.edu/adamodar/>

Avalinco (2013), *Informe de Avalúo a Terreno y Construcciones de la Estación de*

*Servicio Andes Gas – Iglesias Tapia Cía. Ltda.*, Quito – Ecuador.