



ESPE
UNIVERSIDAD DE LAS FUERZAS ARMADAS
INNOVACIÓN PARA LA EXCELENCIA

**DEPARTAMENTO DE CIENCIAS
ECONÓMICAS, ADMINISTRATIVAS Y
DE COMERCIO**

CARRERA: INGENIERÍA EN FINANZAS Y AUDITORÍA

**TESIS PREVIO A LA OBTENCIÓN DEL TÍTULO DE
INGENIERO EN FINANZAS, CONTADOR PÚBLICO–AUDITOR**

**TEMA: VALORACIÓN DE LA EMPRESA INTCOMEX ECUADOR S.A.,
MEDIANTE EL MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADOS**

AUTOR: TAFUR OCHOA, ALEX FERNANDO

DIRECTOR: ING. CEVALLOS O. FANNY, MBA

SANGOLQUÍ

2015



ESPE
UNIVERSIDAD DE LAS FUERZAS ARMADAS
INNOVACIÓN PARA LA EXCELENCIA

DEPARTAMENTO DE CIENCIAS ECONÓMICAS ADMINISTRATIVAS Y
DE COMERCIO

CARRERA DE INGENIERÍA EN FINANZAS Y AUDITORÍA

CERTIFICACIÓN

Certifico que el trabajo de titulación, “VALORACIÓN DE LA EMPRESA INTCOMEX ECUADOR S.A., MEDIANTE EL MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADOS” realizado por el señor ALEX FERNANDO TAFUR OCHOA, ha sido revisado en su totalidad y analizado por el software anti-plagio, el mismo cumple con los requisitos teóricos, científicos, técnicos, metodológicos y legales establecidos por la Universidad de las Fuerzas Armadas ESPE, por lo tanto me permito acreditarlo y autorizar al señor ALEX FERNANDO TAFUR OCHOA para que lo sustente públicamente.

Sangolquí, Noviembre de 2015

Ing. Fanny Cevallos Ortega, MBA
DIRECTORA



DEPARTAMENTO DE CIENCIAS ECONÓMICAS ADMINISTRATIVAS Y
DE COMERCIO

CARRERA DE INGENIERÍA EN FINANZAS Y AUDITORÍA

AUTORÍA DE RESPONSABILIDAD

Yo, **ALEX FERNANDO TAFUR OCHOA**, con cédula de identidad N° 171989495-6 declaro que este trabajo de titulación “**VALORACIÓN DE LA EMPRESA INTCOMEX ECUADOR S.A., MEDIANTE EL MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADOS**” ha sido desarrollado considerando los métodos de investigación existentes, así como también se ha respetado los derechos intelectuales de terceros considerándose en las citas bibliográficas.

Consecuentemente declaro que este trabajo es de mi autoría, en virtud de ello me declaro responsable del contenido, veracidad y alcance de la investigación mencionada.

Sangolquí, Noviembre de 2015

Alex Fernando Tafur Ochoa

C.C: 171989495-6



DEPARTAMENTO DE CIENCIAS ECONÓMICAS ADMINISTRATIVAS Y
DE COMERCIO

CARRERA DE INGENIERÍA EN FINANZAS Y AUDITORÍA

AUTORIZACIÓN

Yo, **ALEX FERNANDO TAFUR OCHOA**, autorizo a la Universidad de las Fuerzas Armadas – ESPE publicar en la biblioteca Virtual de la Institución el presente trabajo de titulación “**VALORACIÓN DE LA EMPRESA INTCOMEX ECUADOR S.A., MEDIANTE EL MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADOS**”, cuyo contenido, ideas y criterios son de mi autoría y responsabilidad.

Sangolquí, Noviembre de 2015

Alex Fernando Tafur Ochoa

C.C: 171989495-6

DEDICATORIA

Dedico este trabajo con mucho amor y cariño a toda mi familia, que siempre me han estado apoyando y gracias al esfuerzo de mis padres hoy alcanzo una meta más que sin el apoyo de mi gran familia no lo hubiera logrado.

AGRADECIMIENTO

Dios, por haberme dado la vida y por darme la sabiduría y fortaleza para alcanzar una meta más.

A mis padres Myriam y Eliecer por su apoyo constante a lo largo de toda mi vida.

A mis hermanos por su apoyo incondicional en las actividades rutinarias de la vida.

A la Universidad de las Fuerzas Armadas – ESPE – y a sus docentes, por brindarme la oportunidad de ser un profesional del excelencia.

A mi Directora de tesis, por su guía y asesoramiento constante.

A mis familiares y amigos cercanos por brindarme su sabiduría y un consejo en momentos buenos y malos

Contenido

i.	Problema:.....	xv
ii.	Formulación del Problema.....	xvi
iii.	Sistematización del Problema	xvi
iv.	Objetivo General:	xvii
v.	Objetivos Específicos	xvii
	CAPÍTULO I.....	1
	INTRODUCCIÓN	1
1.1	Datos de la Empresa	1
1.2	Reseña histórica.....	1
1.3	Estructura organizacional y societaria	3
1.4	Línea de negocio y productos.....	5
1.5	Filosofía Empresarial.....	8
1.5.1	Misión	8
1.5.2	Visión.....	8
1.5.3	Objetivos	8
1.5.4	Estrategias	9
1.5.5	Políticas.....	9
1.5.6	Principios y valores.....	10
	CAPÍTULO II.....	12
	MARCO TEÓRICO Y MARCO CONCEPTUAL.....	12
	MARCO TEÓRICO.....	12
2.1	Valoración de Empresas	12
2.2	Métodos de valoración de Empresas	13
2.2.1	Métodos simples.....	16
2.2.1.1	Métodos Estáticos.....	16
2.2.1.1.1	Método del valor contable.....	16
2.2.1.1.2	Método del activo neto real	16
2.2.1.1.3	Método del valor sustancial.....	17
2.2.1.1.4	Método del valor de liquidación	18
2.2.1.2	Métodos Dinámicos	18
2.2.1.2.1	Descuento de flujos de caja libres.....	19

2.2.1.2.2 Descuento de flujos disponibles para los accionistas.....	22
2.2.1.2.3 Descuento de flujos de caja de capital	24
2.2.1.2.4 Beneficios descontados	25
2.2.1.2.5 APV (Adjusted Present Value).....	26
2.2.2 Métodos compuestos.....	26
2.2.2.1 Valoración clásico	28
2.2.2.2 Mixto – Indirecto	28
2.2.2.3 De Stuttgart	29
2.2.2.4 Directo o de los anglosajones	30
2.3 Método seleccionado para la valoración de la Empresa INTCOMEX S.A.	31
MARCO CONCEPTUAL.....	33
2.4 Conceptos básicos	33
2.4.1 Cash Flow	33
2.4.1.1 Cash flow contable.....	34
2.4.1.2 Cash flow libre	34
2.4.1.3 Cash flow disponible para el accionista	35
2.4.2 Valoración.....	36
2.4.3 Flujo de fondos.....	36
2.4.4 Tasa de actualización	36
2.4.5 Horizonte temporal de la valoración.....	37
2.4.6 Valor residual	37
2.4.7 Valor Actual neto (VAN).....	38
2.4.8 Tasa interna de retorno (TIR).....	39
2.4.9 Descuento de flujos de caja libres	39
2.4.9.1 Proceso.....	40
2.4.9.2 Proyecciones financieras.....	41
2.4.9.3 Determinación de los cash flows libres.....	42
2.4.9.4 Tasa de descuento	43
2.4.9.5 El valor del negocio	43
2.4.9.6 Los cash flows libres descontados	44
2.4.9.7 El valor residual.....	44
CAPÍTULO III	45
ANÁLISIS SITUACIONAL	45

3.1 Análisis Externo	45
3.1.1 Macroambiente.....	45
3.1.2 Microambiente.....	72
3.2. Análisis Interno	78
3.2.1 Estructura Orgánica	78
3.2.2 Estructura funcional.....	79
3.3 Análisis FODA.....	84
3.3.1 Fortalezas	84
3.3.2 Oportunidades	85
3.3.3 Debilidades.....	85
3.3.4 Amenazas	85
3.3.5 Matriz FODA	86
3.4 Matriz de vulnerabilidad.....	88
3.5 Ponderación del Riesgo de negocio.....	90
3.5.1 Riesgo de Mercadeo	92
3.5.2 Riesgo Financiero.....	93
3.5.3 Riesgo Cambiario	93
3.5.4 Riesgo Tasas de interés.....	94
3.5.5 Riesgo De crédito	94
3.5.6 Riesgo Marco regulatorio.....	95
3.5.7 Riesgo Inventario.....	95
3.5.8 Matriz Ponderación de Riesgo.....	96
3.5.8 Riesgo del sector.....	97
CAPÍTULO IV	99
VALORACIÓN DE LA EMPRESA INTCOMEX S.A., MEDIANTE EL MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADOS	99
4.1 Análisis financiero	99
4.1.1 Análisis Horizontal.....	99
4.1.2 Análisis Vertical.....	111
4.2 Análisis de razones financieras	121
4.2.1 Razones de liquidez.....	121
4.2.2 Razones de actividad	123

4.2.3 Razones de endeudamiento	125
4.2.4 Razones de rentabilidad	127
4.3 Valoración a través del método de flujos de caja descontados	129
4.3.1 Proyección de estados financieros	129
4.3.1.1 Estado de resultados integrales	129
4.3.1.2 Proyección del Estado de Resultados	134
4.3.2 Determinación de los flujos de caja libre	136
4.3.2.1 Inversiones en activos	136
4.3.2.2 Capital de trabajo	137
4.3.2.3 Flujo de caja libre	137
4.3.2.4 Tasa de descuento	137
4.3.2.5 Valor residual	140
4.3.2.6 Valor de la Empresa INTCOMEX S.A.	141
4.4 Análisis de sensibilidad	141
4.4.1 Escenario optimista	142
4.4.2 Escenario pesimista	144
4.4.3 Ponderación de la Empresa INTCOMEX S.A.	146
4.4.4 Valor contable de la Empresa	146
4.4.5 Valor contable de las acciones	146
CAPÍTULO V	148
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	148
5.1 Conclusiones	148
5.2 Recomendaciones	151
BIBLIOGRAFÍA	153

INDICE DE FIGURAS

Figura 1 Estructura societaria del Grupo INTCOMEX INC.	5
Figura 2 Cash Flow Contable	34
Figura 3 Cash Flow libre	34
Figura 4 Cash flow para el accionista	35
Figura 5 Proceso Valoración de Empresas - Método de flujo de caja descontados	41
Figura 6 Resumen de los porcentajes de salvaguardias arancelarias	49
Figura 7 Evolución del PIB	53
Figura 8 Inflación anual a diciembre 2014	55
Figura 9 Comparación de inflación anual (2014 – 2015)	56
Figura 10 Evolución de la Balanza comercial al 2014	58
Figura 11 Balanza Comercial Petrolera y No Petrolera 2013 vs 2014	59
Figura 12 Tasas de interés por segmento productivo empresarial	64
Figura 13 Nivel de pobreza en Ecuador	68
Figura 14 Evolución del uso de internet Ecuador	70
Figura 15 Ventas de INTCOMEX S.A. Ecuador	76
Figura 16 Estructura Orgánica INTCOMEX S.A Ecuador	79
Figura 17 Matriz FODA	87
Figura 18 Análisis de vulnerabilidad – amenazas	88
Figura 19 Análisis de vulnerabilidad – debilidades	90
Figura 20 Análisis de activos 2012	113
Figura 21 Análisis de activos 2013	113
Figura 22 Análisis de activos 2014	114
Figura 23 Análisis de pasivos 2012	115
Figura 24 Análisis de pasivos 2013	115
Figura 25 Análisis de pasivos 2014	116
Figura 26 Análisis de patrimonio 2012	117
Figura 27 Análisis de patrimonio 2013	117
Figura 28 Análisis de patrimonio 2014	118
Figura 29 Composición Estado de resultados 2012, 2013 y 2014	119
Figura 30 Previsiones financieros años 2014 – 2018	131

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1	Categorías de Productos.....	7
Tabla 2	Resumen gráfico de los métodos de valoración	15
Tabla 3	Ventajas y desventajas del método de descuento de flujos.....	32
Tabla 4	Desembolsos con partes relacionadas.....	48
Tabla 5	Tasas activas referenciales del Ecuador.....	62
Tabla 6	Tasas pasivas referenciales	63
Tabla 7	Tasa de desempleo en el Ecuador.....	66
Tabla 8	Análisis de amenazas.....	88
Tabla 9	Análisis de debilidades	89
Tabla 10	Matriz Ponderación de riesgo.....	96
Tabla 11	Riesgo del sector	98
Tabla 12	Análisis Horizontal del Balance General 2012 – 2013 - 2014	101
Tabla 13	Activos Financieros 2012, 2013 y 2014.....	102
Tabla 14	Detalle de activos fijos 2012, 2013, 2014.....	104
Tabla 15	Activo diferido 2012, 2013 y 2014.....	105
Tabla 16	Otras obligaciones corrientes 2012, 2013 y 2014.....	107
Tabla 17	Cuentas por pagar relacionadas 2012, 2013 y 2014	108
Tabla 18	Obligaciones por beneficios a empleados 2012, 2013 y 2014	109
Tabla 19	Análisis Horizontal del Estado de resultados Integrales 2012 – 2013 – 2014	110
Tabla 20	Análisis Vertical del Balance General 2012, 2013 y 2014	112
Tabla 21	Análisis Vertical del Estado de resultados Integrales 2012 – 2013 – 2014	119
Tabla 22	Composición de los gastos administrativos y de ventas	120
Tabla 23	Razones de liquidez.....	122
Tabla 24	Razones de actividad	124
Tabla 25	Razones de endeudamiento.....	126
Tabla 26	Razones de rentabilidad.....	127
Tabla 27	Detalle de activos fijos a Dic 31, 2014	133
Tabla 28	Proyección de adquisición de activos fijos	133
Tabla 29	Proyección del gasto depreciación 2015 - 2019	133
Tabla 30	Proyección del Estado de resultados 2015 - 2019	134
Tabla 31	Proyección de cuentas por cobrar 2015 - 2019	135
Tabla 32	Proyección de inventario 2015 - 2019	135
Tabla 33	Proyección de cuentas por pagar 2015 - 2019.....	136
Tabla 34	Proyección de adquisición de activos fijos 2015 - 2019.....	136
Tabla 35	Proyección capital de trabajo	137
Tabla 36	Flujo de caja libre	137

Tabla 37 Costo de oportunidad.....	139
Tabla 38 Valor de la Empresa INTCOMEX S.A.....	141
Tabla 39 Estado de Resultados - Escenario optimista.....	142
Tabla 40 Inversión en activos fijos - Escenario optimista.....	143
Tabla 41 Valor de la Empresa - Escenario Optimista	143
Tabla 42 Proyección del estado de Resultados - Escenario pesimista	144
Tabla 43 Inversión en activos fijos - Escenario pesimista.....	145
Tabla 44 Valor de la Empresa - Escenario pesimista.....	145
Tabla 45 Ponderación del valor de la Empresa.....	146
Tabla 46 Valor contable de las acciones	147

RESUMEN EJECUTIVO

Hoy en día las Empresas se enfrentan a interrogantes de ¿cómo obtener financiamiento a un costo bajo?, sin duda alguna esta pregunta lo hacen día a día los Gerentes y altos Directivos de la Organización. Un mundo globalizado como en el que estamos viviendo actualmente, permite que las Empresas obtengan financiamiento en las bolsas de Quito y Guayaquil en el caso de Ecuador, con la emisión de acciones. La Empresa INTCOMEX del Ecuador S.A., desconoce cuál es el valor de la Organización viéndole como un todo, tomando en consideración factores macroeconómicos, microeconómicos y los flujos de caja futuros descontados a una tasa. Precisamente el presente trabajo se direcciona a conocer el valor de la Empresa INTCOMEX del Ecuador S.A., con el fin de que la Gerencia y los altos Directivos de la Compañía tengan una alternativa adicional para que conociendo el valor de la Empresa se pueda emitir acciones. El resultado del trabajo realizado puede ser objeto de cambios a lo largo del tiempo proyectado, debido a que las proyecciones financieras se realizaron en función a supuestos de acuerdo al comportamiento histórico tanto de la economía nacional como de la Empresa, por lo que el valor de la Empresa, únicamente es un valor aproximado de cuál sería el precio de venta considerando los flujos de caja futuros descontados que se van a recibir en un futuro.

PALABRAS CLAVE

- **VALORACIÓN DE EMPRESAS**
- **FLUJO DE CAJA DESCONTADOS**
- **VALOR APROXIMADO**
- **VALOR DE LAS ACCIONES**
- **VALOR CONTABLE DE LA EMPRESA**

ABSTRACT

In today's world the biggest challenge that most of the companies face and one of frequent question that has rose among the top financial managers and stockholders is how to obtain fund at the lowest possible market cost? Even though, this is not an easy to answer question; globalization, has opened an alternative for some companies in Ecuador when looking for the best alternative to obtain funds by issuing stock in the local market such as Quito and Guayaquil shares markets. Indeed, the purpose of this project is to assess the value of the company and know how much the company is worth in the market. By doing so, I will use the discounted cash flow method that will evaluate the fair value of the company based on projections on how much money it's going to make in the future. Knowing that our projections are affected by internal and external factors that drives the operation of the company, we have to be aware of the possible variation of our expected outcome in the long term, since the projections are not only based on the historical behaviour and results of the company but in the direct and indirect impact that the National Economy plays on the financial development of the company. This is the main reason why the assessment of the value of the company by the discounted Cash flow method only gives us an approximate value of the future cash flows. Therefore, the market fair value of the company derived from the projected results will also be an approximation of how much the market is willing to pay for the shares and stocks of the company.

PALABRAS CLAVE

- **COMPANY'S MARKET VALUE**
- **DISCOUNTED CASH FLOWS**
- **APPROXIMATE VALUE**
- **STOCK/ SHARES VALUE**
- **COMPANY'S BOOK VALUE**

i. Problema:

La empresa INTCOMEX S.A., es una subsidiaria del Grupo INTCOMEX, que es una corporación presente en el mercado desde el año de 1988, fundada por Anthony Shalom y Michael Shalom, como una tienda minorista de software en Florida. En el Ecuador, las operaciones iniciaron en el año de 1994.

Actualmente, el Grupo es reconocido como una corporación con actividades de distribución mayorista que provee una amplia variedad de productos de información de tecnología, incluyendo componentes de equipos de computación, equipo periféricos, accesorios, software, sistemas de computación, partes, piezas, productos de networking y diferentes productos electrónicos; con presencia en toda la región de Latinoamérica y el Caribe.

Una de las funciones principales de los Directivos de la Empresa es generar y reinvertir las utilidades, por lo que es sumamente necesario contar con liquidez que permita realizar nuevas mejoras a la empresa con el fin de poder crecer y generar un margen mayor de ganancia.

Una herramienta que permite conocer la gestión de los Directivos, es la valoración de empresas, debido a que mediante un análisis de la empresa tanto cuantitativamente como cualitativamente podemos conocer cuál es el valor actual de la organización y que tan eficiente ha sido la gestión de los Directivos. Además la valoración de empresa permite tomar una decisión de buscar nuevos accionistas o socios, con el fin de incrementar el capital de trabajo o productividad de la empresa, o como una fuente de análisis e interpretación de la situación financiera por la que atraviesa una empresa, permitiendo de esta forma comparar a la empresa con la competencia, tomar decisiones y acciones de ser necesarias.

Además en la actualidad, las empresas están optando por buscar financiamiento a través de la emisión de acciones en la bolsa de valores (Quito y Guayaquil), por lo que la valoración de empresas es una herramienta muy importante para poder emitir acciones a un precio justo según las características cuantitativas y cualitativas de la empresa.

La valoración de empresas se puede realizar mediante varios métodos, cada uno toma diferentes variables, el procedimiento es diferente y tiene sus ventajas y desventajas. Para el caso actual, se aplicará el método de Flujos de caja descontados, debido a que este método permite determinar el valor de una compañía o de un proyecto a partir de la determinación del valor actual de los flujos futuros que genere la empresa, mediante una tasa, la que refleja el coste del capital asociado.

INTCOMEX S.A., ha buscado nuevos mecanismos de financiamiento orientados a mejorar su servicio e incrementar su capital de trabajo a costos financieros menores, en la actualidad los bancos, cooperativas de ahorro y crédito o bolsa de valores (Quito y Guayaquil), proporcionan distintas modalidades de financiamiento para empresas pero siempre es necesario realizar pronósticos y valuaciones para tomar decisiones acertadas con un mínimo grado de riesgo y mayores posibilidades de éxito, esto es maximizando el valor presente de la empresa y produciendo mayores utilidades.

ii. Formulación del Problema

¿Qué beneficios obtendrá INTCOMEX S.A., con la valoración de empresas mediante el método de flujos descontados?

iii. Sistematización del Problema

- ¿Cuál es la situación actual de la empresa INTCOMEX S.A.?
- ¿Cuáles son los intereses de los accionistas y directivos de la empresa INTCOMEX S.A.?
- ¿Es necesario realizar la valoración de empresa la empresa INTCOMEX S.A., mediante el método de flujos descontados, para conocer el valor tanto cualitativo como cuantitativo de la empresa?

- ¿La valoración de la Empresa INTCOMEX S.A., mediante el flujo de caja descontado, permitirá ser una fuente de inversión y financiamiento a través de la emisión de acciones u obligaciones en la Bolsa de Valores de Quito o Guayaquil?

- ¿La valoración de la Empresa INTCOMEX S.A., permitirá conocer la situación actual de la empresa y ser un indicador importante para medir la gestión de los directivos y plantearse nuevas estrategias de crecimiento?

iv. Objetivo General:

Realizar la Valoración de la empresa INTCOMEX S.A., con la utilización del método de flujos de caja descontados y determinar el precio unitario de las acciones más cercanas al valor actual del mercado, para una posible participación en el Mercado de Valores, a fin de obtener financiamiento para aumentar el capital de trabajo y poder generar mayores utilidades para los accionistas y empleados de la empresa.

v. Objetivos Específicos

- Realizar un análisis situacional de la empresa, a través del estudio de su ambiente interno y externo, a fin de determinar oportunidades y amenazas que afecten a la empresa.

- Elaborar el análisis financiero de la compañía, con el propósito de conocer su situación financiera actual.

- Determinar los flujos de caja futuros que espera generar la compañía, por medio de previsiones financieras, estratégicas y competitivas, obteniendo estimaciones consistentes para un escenario esperado.

- Realizar la valoración de la Empresa INTCOMEX S.A., mediante el método de Flujos de Caja Descontados bajo el escenario optimista y pesimista que permita a los directivos de la organización tener una herramienta para la toma de decisiones.

CAPÍTULO I

INTRODUCCIÓN

1.1 Datos de la Empresa

Intcomex del Ecuador, fue constituida el 4 de octubre del 2000 bajo la Ley de Compañías vigente en la República del Ecuador. Su objeto social es la comercialización al por mayor de productos informáticos y servicios relacionados con la actividad informática.

La compañía es propiedad de INTCOMEX S.A. (99.99%) de nacionalidad chilena y de INTCOMEX HOLDINGS (0.01%) de nacionalidad norteamericana.

El RUC de la compañía es el 1791743148001 y su domicilio principal se encuentra ubicado en la ciudad de Quito, calles Yáñez Pinzón 295 y la Niña y tiene una sucursal en la ciudad de Guayaquil en la Ciudadela Adace calle B 206 y Calle Sexta.

Al 31 de diciembre de 2014, el personal de la compañía es de 140 empleados, los mismos que se encuentran distribuidos en las diversas áreas operacionales, que forman parte de su estructura organizacional, que se compone de lo siguiente:

- Ventas
- Comercial
- Finanzas
- Operaciones y servicio Técnico
- Tecnología de la Información (IT)

1.2 Reseña histórica

Intcomex Inc. y sus subsidiarias son una corporación presente en el mercado desde el año de 1988, fundada por Anthony Shalom y Michael Shalom, como una tienda minorista

de software en Florida. Desde el año 1989 inicia operaciones de exportación de productos de tecnología de información desde Miami hacia América Latina.

En 1990 se estableció la primera compañía en un país extranjero, en México, con funciones de importación y venta en el mercado local. Posteriormente, el Grupo Intcomex expandió su presencia, estableciéndose en Chile y Panamá en 1994, Guatemala, Perú y Uruguay en 1997, Costa Rica, Ecuador, El Salvador y Jamaica en 2000, Argentina en 2003 y Colombia en el 2004.

En el 2004, CVC International, una unidad de Citigroup Inc. dedicada a las inversiones de capital privado en mercados emergentes, adquirió el 52.5% de las acciones de Intcomex, Inc. Anthony Shalom y Michael Shalom, se convirtieron en los segundos accionistas con mayor participación contando con 23.0% y 9.0%, respectivamente de las acciones con derecho a voto. En agosto del mismo año, Intcomex Inc. se incorporó en el estado de Delaware.

En diciembre de 2009, se emitieron nuevas acciones, sin que CVC International dejara de mantener la mayoría accionaria. En abril de 2011, se modificó el certificado de incorporación para aumentar el número de acciones autorizadas de acciones ordinarias a 200.000 acciones, se eliminó la clase original de acciones ordinarias tipo B y se convierte todas las acciones de la clase original de acciones ordinarias tipo B a acciones de capital accionario con derecho a voto.

En el 2012, dos de las subsidiarias de Intcomex Inc., Intcomex Colombia LTDA e Intcomex de Guatemala, S.A., finalizaron un acuerdo de inversión con el grupo Brightpoint, un líder global en el suministro de soluciones de cadena de suministro para la industria inalámbrica, motivo de este acuerdo, se emitió un agregado de 38,769 Acciones Comunes a favor de Brightpoint América Latina. Desde el 22 de Marzo del 2013, CVC Internacional y Brightpoint sostienen el 39.6% y 23.1% respectivamente, de las acciones de voto equitativas del grupo.

A principios de 2012, se implementó un plan para cesar las operaciones de la filial en Argentina (Intcomex Argentina SRL). El 15 de enero de 2013, se completó la venta de la misma.

Actualmente, el Grupo es reconocido como una corporación con actividades de distribución mayorista que provee una amplia variedad de productos de información de tecnología, incluyendo componentes de equipos de computación, equipo periféricos, accesorios, software, sistemas de computación, partes, piezas, productos de networking y diferentes productos electrónicos; con presencia en toda la región de Latinoamérica y el Caribe.

1.3 Estructura organizacional y societaria

La oficina central del Grupo se encuentra en Miami, Florida en Estados Unidos y se encarga de las compras a los fabricantes u otros proveedores de los productos que comercializa el Grupo. Esta compañía provee a todas sus filiales, así como también vende directamente a entidades terceras.

Los países en donde tiene presencia el Grupo con compañías distribuidoras son Colombia, El Salvador, Jamaica, Perú, Argentina, Costa Rica, Guatemala, México, Uruguay, Chile, Panamá Paraguay, Brasil y Estados Unidos.

El departamento de Compras de la oficina de Miami maneja la mayoría de las relaciones y contratos con los proveedores. Esta compañía también monitorea el flujo del inventario del Grupo a través de sistemas de administración de información que son alimentados con la información de las filiales. La mayoría de los productos que se compran desde Miami pasan por sus bodegas, excepto las compras que se hacen a Asia, en las cuales los productos suelen transportarse directamente a las distribuidoras del Grupo.

La centralización de las funciones de compras que hace Miami, permite a las demás compañías del Grupo enfocar su atención en factores específicos de cada país, como las ventas, el marketing local, los créditos y la cobranza; también le permite globalizar las

demandas y obtener mayores beneficios de las compras que hace a los proveedores, tales como rebates, promociones e incentivos.

Las operaciones de cada una de las distribuidoras implican conocer las necesidades de los revendedores y vendedores al por menor locales, que en algunos casos suelen ser compañías pequeñas que carecen de estructuras que les permitan importar directamente los productos de Estados Unidos o Asia. La presencia local permite al Grupo obtener información de una forma eficiente y precisa con respecto al mercado, su potencial crecimiento y las necesidades de los clientes.

Cada una de las compañías distribuidoras es responsable de las siguientes funciones: ventas, recursos humanos, marketing local, otorgamiento de crédito (en línea con las políticas de crédito del Grupo), cobranzas, control de inventarios, contabilidad, finanzas, transporte a los clientes cuando sea necesario y el ingreso de toda la información en los sistemas informáticos para las decisiones de compra de Miami.

En lo que respecta a la estructura societaria del Grupo, a continuación se expone un gráfico en donde se pueden observar las diferentes compañías del Grupo y sus relaciones accionarias.

ESTRUCTURA SOCIETARIA INTCOMEX INC.

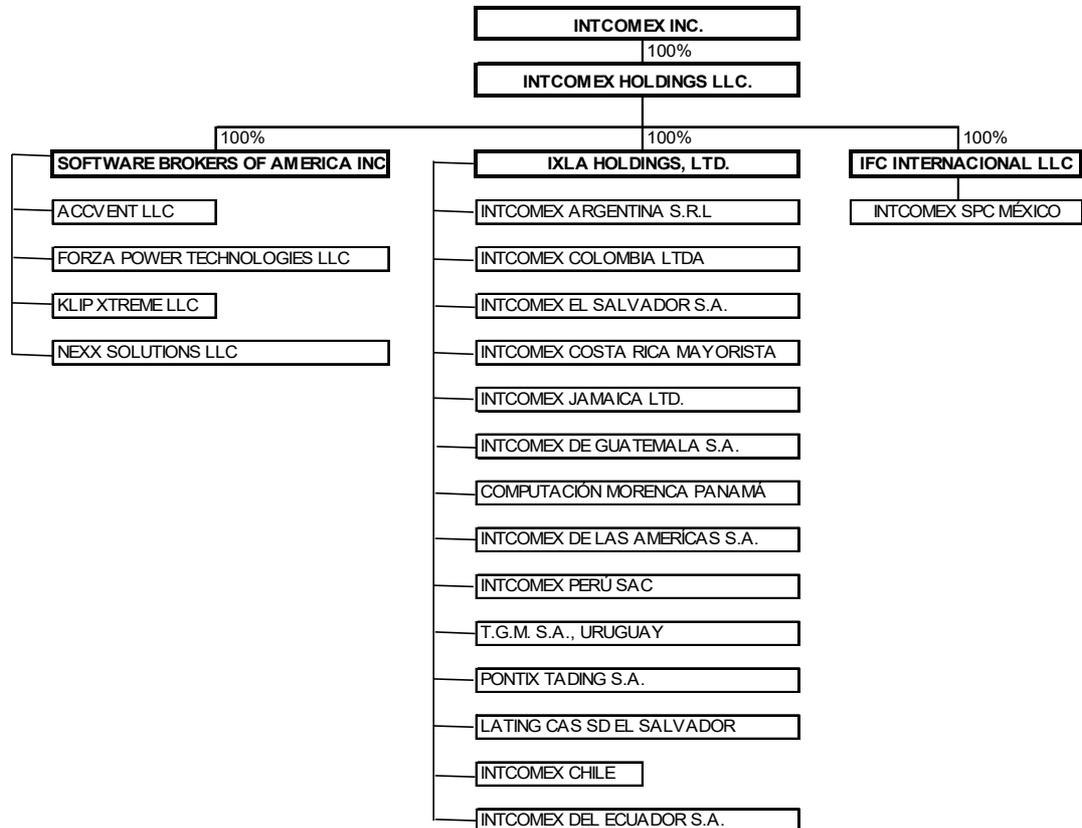


Figura 1 Estructura societaria del Grupo INTCOMEX INC.

1.4 Línea de negocio y productos

Intcomex Inc. ofrece una fuente única de compras para sus distribuidores y clientes minoristas para que ellos puedan abastecerse de todo el producto que requieran, incluyendo productos de computación, componentes y equipos periféricos, de forma que Intcomex Inc. pueda aprovechar al máximo los beneficios de las negociaciones de grandes volúmenes de productos con los productores y demás proveedores.

La amplia selección de productos es considerada una atracción clave por parte de Intcomex Inc. para los distribuidores y minoristas. Adicionalmente, el concepto de fuente única de compra es especialmente importante para los ensambladores de computadores

sin marca, que deben contar con todos los componentes necesarios para el ensamblaje de dichos productos.

Las líneas de producto que mantiene el Grupo se describen a continuación:

- **Componentes:** Esta categoría consiste en los componentes principales de las computadoras como: placas base, procesadores, chips de memorias, discos duros internos, dispositivos ópticos internos, protectores y monitores.
- **Sistemas:** Computadores que funcionan de forma independiente, como computadores, notebooks y netbooks. En este grupo de productos se ensamblan y venden computadores bajo marcas propias, bajo marcas de sus clientes y genéricos.
- **Periféricos:** Dispositivos que son usados en conjunto con computadoras tales como: impresoras, reguladores, mouse, scanner, discos duros externos, dispositivos de almacenamiento, módems, dispositivos multimedia, proyectores y cámaras digitales.
- **Dispositivos móviles:** Esta categoría se compone de pequeños dispositivos portátiles de comunicación inalámbrica e incluye teléfonos celulares, teléfonos inteligentes, tabletas, asistentes digitales personales (PDA) y otros dispositivos de interfaz móviles y la informática.
- **Accesorios:** Esta línea de productos incluye cables de computadores, conectores, herramientas, accesorios de teclado y mouse, herramientas para instalaciones, parlantes, muebles para computadoras y networking.
- **Software:** Sistemas operativos y software de seguridad y antivirus.

- **Redes:** Esta categoría se compone de hardware que permite a dos o más computadores comunicarse, e incluye adaptadores, módems, routers, switches, hubs, sistemas de redes inalámbricas y tarjetas de interfaz.
- **Otros productos:** Esta categoría consiste en productos electrónicos digitales y otros artículos especiales.

El siguiente cuadro muestra la participación de cada línea de producto en las ventas consolidadas del Grupo desde el 2011 hasta el 2014:

Tabla 1
Categorías de Productos

Categoría	2014	2013	2012	2011
Componentes	22%	26%	33%	37%
Sistemas	27%	28%	32%	28%
Periféricos	14%	14%	16%	16%
Accesorios	10%	9%	10%	8%
Software	8%	6%	6%	6%
Redes	2%	3%	3%	3%
Aparatos móviles	14%	13%	-	-
Otros Productos	3%	1%	1%	2%
Total	100%	100%	100%	100%

El Grupo se enfoca principalmente en la distribución de componentes, sistemas, periféricos y accesorios; ya que estas categorías de productos tienden a tener márgenes más altos que las demás líneas de productos. De hecho mantener altos niveles de venta en la categoría de componentes es también una de las estrategias principales para mitigar los riesgos de obsolescencia de inventario.

1.5 Filosofía Empresarial

1.5.1 Misión

Distribuir productos de alta tecnología, comunicación, entretenimiento y soluciones informáticas, tanto a empresas, distribuidores y al consumidor final, buscando siempre la satisfacción del cliente mediante precios competitivos, variedad, disponibilidad rapidez en la entrega y calidad, dando una excelente atención y asesoría personalizada, satisfaciendo las necesidades de nuestros clientes.

1.5.2 Visión

Ser considerada como la mejor opción en tecnología para empresas, distribuidores y consumidores finales, a nivel nacional e internacional, mediante un sistema de catálogo en línea que permita al cliente realizar fácilmente su pedido y proceder a enviarlo de forma rápida y segura. Asegurando un producto de calidad y con garantía.

1.5.3 Objetivos

Personas

Ofrecer a todos nuestros socios comerciales, empleados y accionistas, una profesionalidad insuperable y la integridad a través de todas nuestras relaciones comerciales e interacciones, siempre haciendo hincapié en un ambiente de creatividad, responsabilidad y productividad. Ofrecer un ambiente de trabajo excelente tratamiento de las personas con dignidad y respeto, aceptación de la diversidad como un valor fundamental en nuestra empresa.

Logística

Ofrecer a una diversa base de clientes, la red de distribución más amplia y eficiente en toda América Latina, que proporciona cobertura sin fisuras y control de calidad, utilizando lo último en tecnología de la información y comercio electrónico, la aplicación

de los más altos estándares y hacer crecer a nuestros clientes a ser socios satisfechos para nuestra empresa.

Comercio

Proporcionar a los clientes, la más diversa selección de productos, a través de los canales de distribución en América Latina, al precio más bajo y con los más altos niveles de servicio y satisfacción del cliente, utilizando lo último en información y comercio electrónico.

1.5.4 Estrategias

INTCOMEX S.A se ha planteado como estrategias para el logro de sus objetivos las siguientes:

- Realizar un estudio de mercado que permita ampliar el mercado en Ecuador de la informática para ciudades como Cuenca, Loja Ambato y Riobamba.
- Se tiene planificado realizar publicidad a través de las Compañías Movistar, Claro y Diners Club, por medio de la entrega de propaganda en sus estados de cuenta.

1.5.5 Políticas

Las políticas de INTCOMEX S.A. son las siguientes:

- Realizar todo trabajo con excelencia.
- Brindar trato justo y esmerado a todos los clientes, en sus solicitudes y reclamos considerando que el fin de la empresa mantener la cartera de clientes e incrementarla.
- Definir por escrito, el tiempo máximo de respuesta de todo requerimiento interno o externo, es responsabilidad de cada una de las áreas.
- Atender al cliente es responsabilidad de todos los integrantes de la empresa, para lo cual deberán conocer los procedimientos a fin de orientarlos.

- Todos los integrantes de la empresa deben mantener un comportamiento ético.
- Los puestos de trabajo en la empresa son de carácter poli funcional; ningún trabajador podrá negarse a cumplir una actividad para la que esté debidamente capacitado.
- Impulsar el desarrollo de la capacidad y personalidad de los recursos humanos mediante acciones sistemáticas de formación.
- Todas las actividades son susceptibles de delegación, tanto en la acción como en su responsabilidad implícita.
- Realizar evaluaciones periódicas, permanentes a todos los procesos de la organización.
- Preservar el entorno ambiental y la seguridad de la comunidad en todo trabajo.
- Mantener en la empresa un sistema de información sobre los trabajos realizados en cumplimiento de sus funciones, proyectos y planes operativos.
- Difundir permanentemente la gestión de la empresa en forma interna y externa.

1.5.6 Principios y valores

Los valores de la empresa INTCOMEX S.A. son los siguientes:

- Trabajo en equipo: Promoviendo y apoyando un equipo homogéneo.
- Colaboración: Nos integramos con nuestros proveedores y clientes para mejorar día a día la calidad con los mismos para satisfacer sus necesidades.
- Servicio: Cumplimos con nuestros compromisos y nos hacemos responsables de nuestro rendimiento en todas nuestras decisiones y acciones, basándonos en una gran voluntad de servicio por y para nuestros clientes.

Los principios de la empresa INTCOMEX S.A. son los siguientes:

- **Innovación y mejora continua:** Nos damos cuenta de la importancia de mirar hacia el futuro, por tanto ofrecemos lo último del mercado para dar un apoyo y servicio óptimo a nuestros clientes.
- **Transparencia:** La implicación y compromiso del personal no sería posible sin una absoluta transparencia en los procesos, disponiendo el personal de la máxima información de la empresa.
- **Comunicación:** Promovemos y facilitamos la comunicación entre todos los niveles de la organización, disponiendo de herramientas eficaces, convocando los foros adecuados y con el compromiso constante de la dirección.
- **Integridad y Ética:** Promovemos un compromiso social y cumplimos nuestra normativa interna.
- **Modelo de dirección participativo:** El personal de la empresa asume responsabilidades y participa en el proceso de toma de decisiones.
- **Formación:** La empresa se preocupa de la formación continua en todos los ámbitos.
- **Responsabilidad Social Corporativa:** Contribuimos activamente al mejoramiento social, económico y ambiental, para mejorar nuestra situación competitiva y valorativa.

CAPÍTULO II

MARCO TEÓRICO Y MARCO CONCEPTUAL

MARCO TEÓRICO

2.1 Valoración de Empresas

Es un trabajo que requiere conocimientos técnicos y la experiencia necesaria para aproximar un rango de valores dentro del cual existe la mayor probabilidad de que se encuentre el valor de una empresa en marcha. Como tal existen diferentes metodologías, las cuales tienen sus respectivas ventajas y desventajas que, al utilizarse en la valoración de un negocio, generan una información que adecuadamente analizada y evaluada permite alcanzar la estimación de un rango de valores para acotar el valor de la empresa en estudio.

La valoración de empresas desde el punto de vista de lo tangible e intangible aporta un valor incalculable, que solo por medio del conocimiento propio del negocio y sus acciones en el mercado donde se desenvuelve lo hacen crecer en virtud de que dependen del talento y conocimiento que poseen los integrantes de las organizaciones que a su vez las hacen más exitosas y productivas en los mercados donde participan.

Dentro de los atributos que más potencian el valor de las organizaciones, se encuentra el capital humano (know how), que entra dentro de los valores intangibles, que a pesar de no estar reflejados en los libros contables, es hoy por hoy un valor incalculable que marca la diferencia entre las grandes organizaciones, ya que depende de ese talento innato que poseen los grandes ejecutivos, las estrategias a ser aplicadas en este mundo tan dinámico como variante que vivimos hoy en día.

Las empresas en la actualidad tienen más valor del que puede ser reflejado en sus balances y estados de resultados, porque además de los recursos materiales que estas tienen y que por su tangibilidad posibilitan ser reflejados en las cuentas contables; las empresas tienen también un valor, que está determinado por sus conocimientos, la imagen de su producto, sus relaciones, entre otros. (Chapa, 2010).

Los motivos que llevan a valorar una empresa pueden ser internos o externos. Algunos de los motivos internos son por ejemplo, conocer la situación patrimonial de la empresa, evaluar la gestión de los directivos, establecer políticas de dividendos, reestructurar el capital, estudiar la capacidad de endeudamiento, etc. De otro lado los motivos externos están enfocados a demostrar el valor de la empresa ante terceros generalmente en casos de ventas, fusiones y/o escisiones.

Se debe tomar en cuenta que una valoración es únicamente una estimación del valor de una empresa, sin embargo nunca se determinará una cifra exacta y única, sino que ésta dependerá de la situación empresarial en el momento de realizar la valoración y del método utilizado.

Los métodos de valoración están claramente condicionados por los distintos objetivos de valoración. De este modo, 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, normalmente empleados para conocer el valor de acciones que cotizan en Bolsa.

La complejidad vital de una empresa hace difícil que ésta pueda medirse en una fórmula financiera. Cuestiones como la estrategia, las personas, el producto, la tecnología, los mercados y clientes, el riesgo del negocio, la competencia y el futuro medido como capacidad de desarrollo y crecimiento influyen sustancialmente en la determinación del valor.

Existen diferentes fórmulas de valoración y no todos los métodos reflejan siempre el mismo valor para la empresa. Por este motivo es necesario tratar de determinar qué métodos pueden encajar mejor en cada caso. (Brugger 2000).

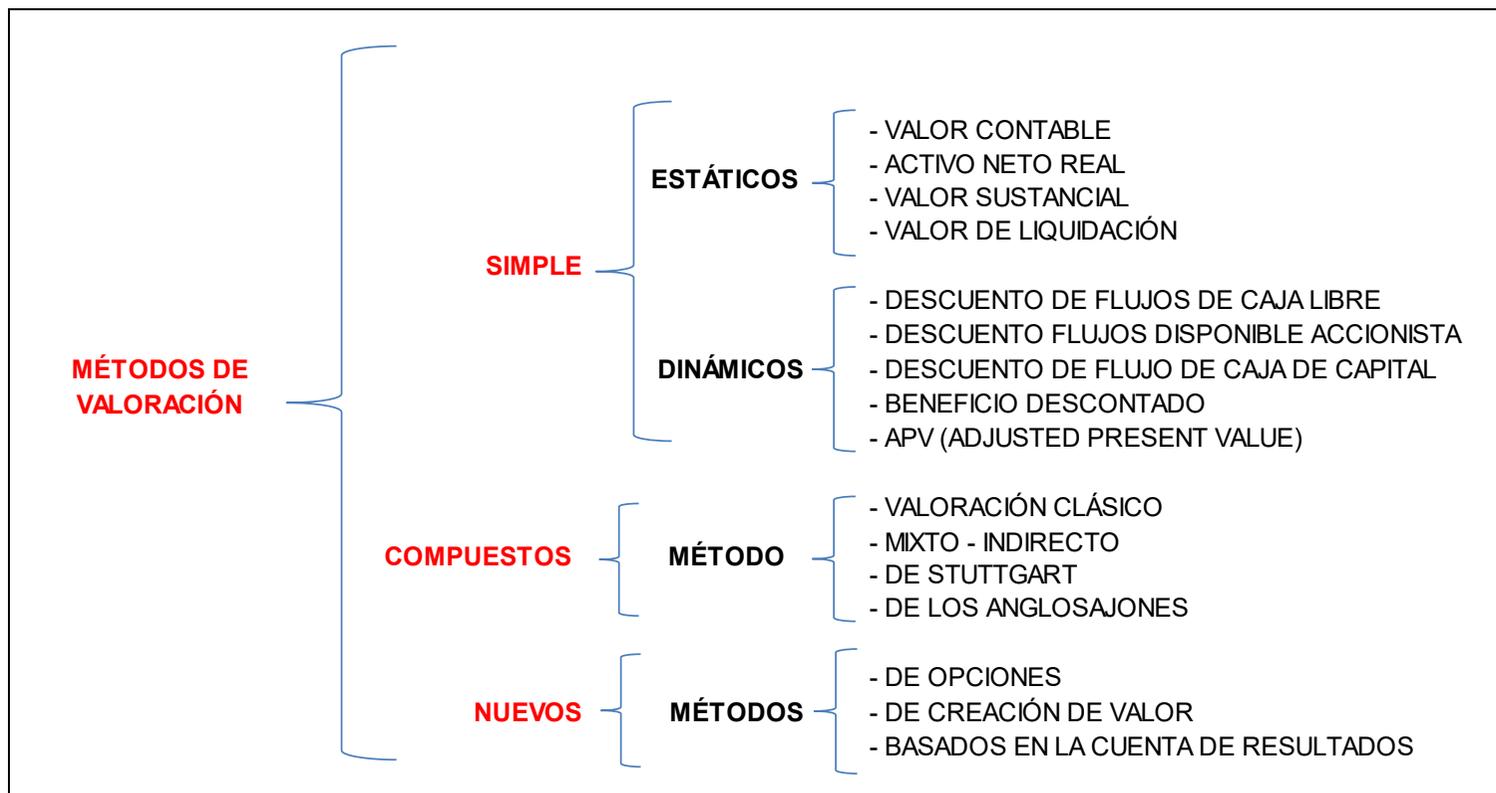
2.2 Métodos de valoración de Empresas

Para la valoración de empresas se han desarrollado varios métodos, los cuales en el análisis de las diferentes variables en distintos escenarios, permiten determinar el valor razonable que tiene una organización en un mercado activo. Según Miguel Sanjurjo, autor

del libro “Guía de valoración de empresas”, un resumen gráfico de los métodos más importantes son:

Tabla 2

Resumen gráfico de los métodos de valoración



Los métodos mencionados anteriormente son explicados a continuación:

2.2.1 Métodos simples

Son métodos que pretenden estimar el valor patrimonial de la empresa, el cual se obtiene mediante la suma de todos sus elementos patrimoniales previamente valorados de forma individualizada. Estos métodos se dividen en estáticos y dinámicos: (Sanjurjo, 2003, pág. 85)

2.2.1.1 Métodos Estáticos

Su estudio se basa en el presente del negocio. No sería correcto decir que el valor obtenido por estos métodos supone el valor global de la empresa, ya que estos métodos contemplan únicamente la situación pasada y presente de la empresa, sin tener en cuenta consideraciones futuras de la misma. No obstante, tienen su utilidad como punto de referencia para los métodos compuestos, que combinan los estáticos con los dinámicos.

Los métodos estáticos se basan en el patrimonio contable de la empresa, es decir, los activos a su coste de adquisición y los pasivos a su valor de reembolso. (Sanjurjo, 2003, pág. 85)

2.2.1.1.1 Método del valor contable

También se denomina valor en libros o patrimonio neto de la empresa. Corresponde al valor de los recursos propios que corresponden al balance (capital y reservas). Es decir, el excedente del total de bienes y derechos de la empresa sobre el total de sus deudas con terceros. (Sanjurjo, 2003, pág. 85)

$$VE = Activo Total - Pasivo Exigible$$

2.2.1.1.2 Método del activo neto real

También se llama valor patrimonial ajustado y revalorizado. Corresponde a la idea del valor del patrimonio en un instante dado y se obtiene por diferencia entre el valor real de sus activos y el valor actual de liquidación de las deudas. Es, por tanto, la parte del patrimonio que corresponde a los accionistas. (Sanjurjo, 2003, págs. 92 - 93)

El punto de partida para el cálculo tanto del valor contable como del valor real son los estados financieros, es decir, el valor contable al que habrá que aplicarle las plusvalías y minusvalías necesarias para determinar los valores reales:

Valor Neto Real = Activo Contable – Pasivo exigible contable + - plusvalía o minusvalías de revalorización.

Valor Neto Real = Activo Real – Pasivo exigible real

2.2.1.1.3 Método del valor sustancial

Corresponde al valor real de los medios de producción, independientemente de la forma en que estén financiados, es decir, estaría constituido por el valor real de todos los bienes y derechos utilizados en la explotación.

Se podría decir que la razón principal de no incluir en el valor sustancia los bienes extra funcionales es que se les considera carentes de valor y que son considerados bienes que no aportan utilidad a la empresa.

Para proceder a la valoración de una compañía por este método, los pasos a seguir son los siguientes:

1. Eliminación de los activos no operativos: para proceder a la identificación de los bienes no operativos, se requiere tener experiencia en otras valoraciones y un conocimiento de las operaciones de la empresa en cuestión obteniendo buena información sobre los componentes internos de la sociedad.

2. Ajustes de las partidas de balance para obtener un valor más real del que figura en balance.

3. Estimación del coste de reposición sumando los activos y restando los pasivos exigibles.

La importancia del valor sustancial como método de valoración es su fácil comprensión. Es idóneo para empresas no operativas, si bien requiere un gran esfuerzo

para llegar a determinar el valor de los bienes individuales de la compañía. (Sanjurjo, 2003, págs. 96 - 98)

2.2.1.1.4 Método del valor de liquidación

Liquidación es el conjunto de operaciones encaminadas a la realización del patrimonio social, la venta cobro de los bienes 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.

El valor de liquidación es aquel que resultaría de liquidar inmediatamente una empresa por partes, es decir 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.

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. (Sanjurjo, 2003, págs. 98 - 99)

Se define como:

$$VL = \text{Valor de mercado de los activos} - \text{valor de pasivos} - \text{pasivos contingentes}$$

2.2.1.2 Métodos Dinámicos

Valoran los negocios de acuerdo con las expectativas futuras del mismo. El valor de un negocio se basará en la cuantificación de dos conceptos:

- El valor de sus activos a precio de mercado.
- 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 espera obtener. En un negocio, la rentabilidad esperada está directamente

relacionada con los beneficios que sea capaz de generar la compañía ya que los dividendos que finalmente llegan al accionista son parte de dicho beneficio.

Los métodos dinámicos se basan en la búsqueda del valor de una compañía a través de la estimación de los flujos de fondos futuros que sean capaces de generar. Los distintos métodos dinámicos se diferencian en la variable que se considera que mejor representa al 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. Para la obtención de los flujos futuros, los métodos dinámicos se basan en la determinación de hipótesis detalladas de todas las partidas financieras relacionadas con la generación de dichos flujos. Posteriormente, se proyectan dichas partidas el número de ejercicios que 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 el riesgo de la inversión y las volatilidades pasadas. 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.

(Sanjurjo, 2003, págs. 106 - 107)

2.2.1.2.1 Descuento de flujos de caja libres

Es el flujo de fondos operativo, es decir, el generado por las operaciones sin tener en cuenta la deuda financiera, y después de impuestos, este 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 del coste, inversiones en inmovilizado y en circulante, medios de financiación, etc.). Así, una vez realizadas las previsiones oportunas, se determinarán los flujos de caja libres. 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 por flujos de caja descontados.

Algunas indicaciones generales aconsejables a la hora de desarrollar los escenarios serían las siguientes: Es conveniente partir de la predicción de los balances y las cuentas de resultados con el fin de desarrollar una idea clara de las interconexiones de predicciones sobre las ventas. Es preferible diseñar varios escenarios con diferentes variables estratégicas relativas a la empresa y su entorno. Los flujos de caja y la tasa de descuento a aplicar deben contener una tasa de inflación esperada.

Algunas indicaciones generales aconsejables a la hora de desarrollar los escenarios serían las siguientes:

- Es conveniente partir de la predicción de los balances y las cuentas de resultados con el fin de desarrollar una idea clara de las interconexiones de predicciones sobre las 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 ponderándoles 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 capital libre se efectúa de la siguiente manera:

Ventas

(-) Costo de Ventas

(=) Beneficio Bruto

(-) Gasto de Ventas

(-) Gastos Amortizables

(+) Otros Ingresos

(=) Beneficio Antes de Impuestos

(-) Impuestos y participaciones a trabajadores

(=) Beneficio después de Impuestos y participaciones a trabajadores

(+) Gastos de Amortización

(=) Flujo de Caja Bruto

(-) Inversión del Fondo de Maniobra¹

(-) Inversión de Activo Fijo

(=) FLUJO DE CAJA LIBRE

Como hemos señalado anteriormente, el valor final de los flujos de caja libres ha de ser actualizado utilizando como tasa de descuento, el coste ponderado de los recursos, conocido como WACC (Weighted Average Cost of Capital).

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.

¹ Se define como la parte del activo circulante que está financiada con recursos a largo plazo (ya sean propios o ajenos), o también como el importe en que el activo circulante supera el pasivo circulante.

$$WACC = \frac{Eke + Dkd \times (1 - T)}{E + D}$$

Dónde:

D = Valor de mercado de la deuda

V = valor estimado de la compañía

E = Valor de mercado de las acciones

Kd = Coste de la deuda antes de impuestos

T = Tasa impositiva

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

Por lo tanto el valor de la empresa medido a través de este método es el siguiente:

$$V = E + D = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1 + WACC)^i}$$

Dónde:

V = valor estimado de la compañía

E = Valor de mercado de las acciones

D = valor de mercado de la deuda externa

FCF = Flujos de Caja Libres

(Sanjurjo, 2003, págs. 110 - 112)

2.2.1.2.2 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, entendiendo por: Valor Operativo: el valor actualizado de los 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.

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

Dónde:

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. La representación de los flujos disponibles para los accionistas es la siguiente:

Flujos de caja libres

(-) Intereses de la deuda, después de impuestos, abonados en el período.

(-) Vencimientos del principal abonados.

(+) Fondos provenientes de nueva deuda.

(=) Remanente.

Siendo el remanente 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. Sin embargo, para establecer el valor total de la compañía, deberemos adicionar disponibles por los accionistas el valor de la deuda existente. (Sanjurjo, 2003, págs. 112 - 113)

2.2.1.2.3 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.

$$CCF = CFac + CFD = CFac + I - AD$$

Donde:

CCF = Flujos de Caja de Capital

CFac = flujo de fondos disponibles 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 libres será:

$$WACC = \frac{(E \times ke) + (D \times kd)}{E + D}$$

Dónde:

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

(Sanjurjo, 2003, pág. 113)

2.2.1.2.4 Beneficios descontados

Este método considera que el valor de un negocio viene dado por el valor actual esperado de los beneficios proyectados futuros al que se aplicará un factor de capitalización que se definirá en función del riesgo, el coste de capital y las expectativas de crecimiento de la empresa. Los beneficios tomados son después de impuestos y de las cargas financieras. La fórmula viene a ser la siguiente:

- Si la duración de la empresa es infinita:

$$Ve = \frac{B}{r}$$

- Si la duración de la empresa es finita:

$$Ve = \frac{((1 + r)^n) - 1}{i X ((1 + r)^n)}$$

Dónde:

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).

En cuanto al número de años a tomar en consideración, la práctica general es la de tomar un período de entre 5 y 10 años; todo efecto que supere los 20 años es escasamente significativo.

La principal ventaja de este método es la derivada de su dinamicidad (puesto 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.

(Sanjurjo, 2003, págs. 114 - 115)

2.2.1.2.5 APV (Adjusted Present Value)

Consiste en aplicar la metodología básica del descuento de flujos de caja, a cada uno de los diversos tipos de flujos de las empresas.

Fue sugerido por primera vez por Stewart Myers. En su estudio, se centró 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 programa 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 qué partes del negocio son las más rentables y en cuáles obtener resultados positivos será más complejo. (Sanjurjo, 2003, pág. 115)

2.2.2 Métodos compuestos

Los métodos compuestos 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. Esta metodología pretende obtener un valor del negocio a partir de la estimación del valor conjunto de su patrimonio más una plusvalía resultante del valor de sus beneficios futuros.

La razón de los métodos compuestos radica en la necesidad de contemplar un fondo de comercio o goodwill como integrante del valor de la empresa.

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 de la empresa, que muchas veces no figura reflejado en el balance pero que en cambio aporta una ventaja respecto a otras empresas del sector. Algunos de los intangibles comentados podrían ser los siguientes:

- Liderazgo sectorial,
- 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
- Nombre o razón social
- Localización
- Nivel de competencia,
- Etc.

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. (Sanjurjo, 2003, págs. 120 - 121)

2.2.2.1 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:

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

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

Donde n debe estar comprendida, 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).

La primera fórmula se utiliza principalmente para empresas industriales, mientras que la segunda se utiliza para el comercio minorista. Una variante de este método consiste en utilizar el cash flow en lugar del beneficio neto.

$$Ve = \text{Activo neto real} + (z \times \text{facturación})$$

(Sanjurjo, 2003, pág. 122)

2.2.2.2 Mixto – Indirecto

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)

La expresión matemática de esta definición es la siguiente:

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

Siendo:

V_e = Valor de la empresa

V_r = Valor de rendimiento

V_s = Valor sustancial

El valor de rendimiento V_r se obtiene mediante la capitalización a un interés conveniente de la rentabilidad presente o futura estimada. El valor sustancial V_s corresponde al activo neto corregido revalorizado.

Este método 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.
- Asimismo, 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 uno nuevo, lo que supone que debe ser amortizado más rápidamente, justificando la disminución del valor de rendimiento a efectos de no pagar íntegramente la plusvalía a la cedente. (Sanjurjo, 2003, págs. 122 - 123)

2.2.2.3 De Stuttgart

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.

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).

Su fórmula es la siguiente:

$$Ve = Vs + a_n^i (B - iVs)$$

Siendo:

Ve = Valor de la empresa.

a_n^i = El valor actual, al tipo de interés i , de la suma de n anualidades de 1 euro pagadera a fin de año (factor de descuento anual).

VS = Valor sustancial corregido.

B = Beneficios netos anuales.

Si el beneficio está en euros inflacionados, la tasa de actualización i también debe estarlo. (Sanjurjo, 2003, págs. 124 - 125)

2.2.2.4 Directo o de los anglosajones

Este método, llamado también “de la renta del fondo de comercio” o superbeneficios, calcula el valor de la empresa como la suma del valor sustancial (Vs) y del fondo de comercio (G), sin emplear el paso intermedio del valor de rendimiento.

$$Ve = Vs + G$$

Una vez determinado el valor sustancial ajustado, se calcula el interés que daría, en las condiciones normales de colocación, un capital igual a aquél, es decir, se calcula la rentabilidad normal del valor sustancial a una tasa de mercado. La diferencia entre este interés y la rentabilidad futura representa un superbeneficio que se puede considerar como la renta del fondo de comercio. Por tanto, capitalizando esta renta se puede determinar directamente el fondo de comercio. (Sanjurjo, 2003, págs. 125 - 126)

2.3 Método seleccionado para la valoración de la Empresa INTCOMEX S.A.

Actualmente las empresas generan un valor adicional, el cual no puede ser medido con fiabilidad debido a que su valor depende de las variables subjetivas de cada persona. Los saldos de los libros contables es un buen indicador para determinar el valor de una compañía pero hoy en día las empresas también generan un valor adicional abstracto, el cual no está considerado dentro de libros contables.

Debido a que la Empresa INTCOMEX S.A. ya tiene una trayectoria marcada a nivel nacional e internacional, es importante que la valoración de la empresa se realice mediante el método de flujos de caja descontados, debido a que al momento de aplicar el método antes mencionado, estaremos en la posibilidad de dar un valor a sus aspectos cualitativos y combinarlos con los saldos de los estados financieros para poder dar un valor real aproximado de la empresa vista como un todo.

A continuación se presenta un cuadro de las ventajas y desventajas del método de descuento de flujos.

Tabla 3**Ventajas y desventajas del método de descuento de flujos**

Ventajas	Desventajas
Basa el valor de la empresa en su capacidad para generar rentas futuras, teniendo en cuentas 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 contable.	Cálculo de las hipótesis de reinversión de los flujos generados.

El método de flujo de caja descontado valora la empresa por lo que será capaz de producir y no por lo que obtuvo en el pasado. Parte de la premisa de que una entidad vale por los beneficios futuros que generará, producto de las inversiones hechas hasta el momento de la evaluación.

Es obvio que los rendimientos esperados dependerán de varios factores, entre ellos:

- Capacidad de los directivos para gestionar el negocio
- Estrategias comerciales que permitan captar más y mejores clientes y aumentar los márgenes de rentabilidad
- Manejo de los costos de oportunidad a la hora de invertir
- Talento para realizar las mejores inversiones a futuro
- Situación política y económica del entorno donde se desarrolla la empresa
- Desarrollo del mercado donde funciona la entidad

Cuando hablamos de flujos descontados hablamos de estimaciones coherentes y para ello es fundamental establecer un horizonte temporal realista para nuestro análisis y

preguntarnos durante cuánto tiempo se presupone que vamos a generar beneficios. Es obvio que cuanto mayor entropía haya en el ambiente donde se desarrolla la empresa menor será el tiempo en el cual se puedan hacer proyecciones confiables. A nivel global, en los ambientes actuales, se tiende hablar de tres a cinco años. (Carracedo, 2015).

MARCO CONCEPTUAL

2.4 Conceptos básicos

2.4.1 Cash Flow

Es necesario delimitar el significado del término tesorería o cash. La tesorería son todos los activos financieros que podemos hacer líquidos o convertirlos en dinero de forma inmediata y que no sufran durante dicho proceso de conversión ningún tipo de depreciación o pérdida de valor. Dicho de otra forma: la tesorería es el conjunto de medios líquidos con los que cuenta una sociedad, sin tener en cuenta el lugar donde se encuentran depositados o a través de qué discurre su movimiento. Así pues, incluimos activos como la caja, el efectivo disponible en bancos (cuentas corrientes y depósitos a la vista), repos (depósitos financieros con pacto de recompra), fondos de inversión de dinero y otros rescatables, cheques y talones bancarios, etc.

En segundo lugar, nos referimos al concepto de cash flow en un entorno de organización empresarial, en el que se desarrolle una actividad, cuya finalidad principal sea la obtención de beneficios. En este sentido, hablaremos de sociedades anónimas y de responsabilidad limitada.

Por último y teniendo en cuenta la relación directa que existe entre el cash flow y la circulación económica real dentro de una sociedad, definiremos el término como aquellos recursos financieros generados por la sociedad durante un período de tiempo determinado o, dicho de otra forma, la autofinanciación generada en el período. (Sanjurjo, 2003, pág. 204)

2.4.1.1 Cash flow contable

El cash flow contable, únicamente toma en cuenta beneficios y amortizaciones, tal como se muestra a continuación:

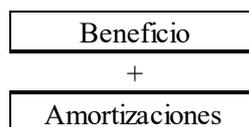


Figura 2 Cash Flow Contable

Las amortizaciones recogen la teórica depreciación de inversiones pasadas, pero ignoran las futuras, lo que puede inducir a diferencias importantes con el cash flow real.

Es decir, el cash flow contable no recoge adecuadamente el efecto que se deriva de las inversiones que se realizan en un negocio. Además, presenta muchos otros inconvenientes, como el hecho de no considerar la eficiencia en los cobros, los resultados de la negociación con los acreedores de la empresa, etc. (Sanjurjo, 2003, págs. 208 - 209)

2.4.1.2 Cash flow libre

El cash flow libre toma en cuenta más fondos, tal como se muestra a continuación:

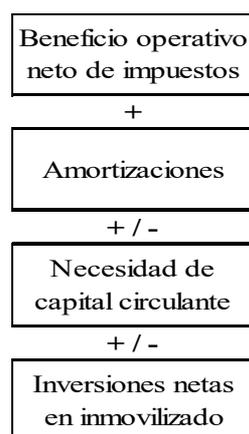


Figura 3 Cash Flow libre

El cash flow libre lo podemos definir, como aquellos fondos generados por las operaciones de la empresa, menos (o más, según el caso) aquellos fondos necesarios para remunerar el capital circulante o fondo de maniobra, menos (o más según el caso) aquellos fondos necesarios para la compra de inmovilizado, normalmente necesario para el desarrollo del negocio.

En otras palabras, el cash flow libre representa los fondos generados por la empresa en un período determinado, que están disponibles para la devolución del endeudamiento financiero, y para remunerar al capital, tanto ajeno, mediante el pago de los intereses correspondientes, como propio, a través del pago de dividendos. (Sanjurjo, 2003, págs. 209 - 210)

2.4.1.3 Cash flow disponible para el accionista

El esquema de cash flow disponible para el accionista es el siguiente:

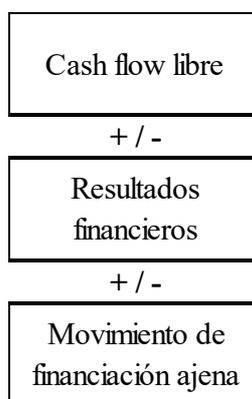


Figura 4 Cash flow para el accionista

En definitiva, el cash flow disponible para el accionista es el cash flow libre, deducidos (o añadidos) el pago (o cobro) de los intereses y el movimiento neto de la financiación ajena. Son, en definitiva los fondos disponibles para el pago de dividendos, recompra de acciones, etc.

El descuento de este tipo de flujos es una medida de valoración útil, y de general aceptación. La tasa de descuento aplicable para esta modalidad de cash flow, sería la

equivalente a la rentabilidad esperada por un inversor, dado un determinado nivel de riesgo relacionado con la inversión. (Sanjurjo, 2003, págs. 210 - 211)

2.4.2 Valoración

Es 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.

Al valorar una empresa se pretende determinar un intervalo de valores razones dentro del cual estará incluido el valor definitivo. 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. Se debe partir de la idea de que el valor es solamente una posibilidad, mientras que el precio es una realidad.

En consecuencia, una valoración es una estimación del valor que nunca llevará a determinar una cifra exacta y única, sino que ésta dependerá de la situación de la empresa, del momento de la transacción y del método utilizado. (Sanjurjo, 2003, págs. 76 - 77)

2.4.3 Flujo de fondos

Es el conjunto de flujos generados disponibles para remunerar a los accionistas o prestamistas, una vez se han realizado las inversiones necesarias, ya sean en inmovilizado operativo o en capital circulante no financiero. (Sanjurjo, 2003, pág. 107)

2.4.4 Tasa de actualización

Los flujos de fondos futuros han de ser transformados a valores actuales, puesto que estarán expresados en términos corrientes. Para ello se les aplica la tasa de actualización, que tiene en cuenta tanto la inflación como el riesgo. Para 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 a largo plazo
 - Beta (B). Es una prima que compensa a los inversores por el riesgo sistemática 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.

(Sanjurjo, 2003, pág. 107)

2.4.5 Horizonte temporal de la valoración.

Depende de la duración esperada del negocio. Si es limitada (p. ej.: concesiones, etc.), deberá abarcar toda la vida útil del negocio. Si, por el contrario, es ilimitada se deberá dividir en dos períodos.

- Primer período. Aquí se desarrollarán las proyecciones. Deberá abarcar el tiempo suficiente para que las inversiones se estabilicen. En la práctica suele oscilar entre cinco y diez años
- Segundo período. Comienza donde termina el anterior. Con él se obtiene la estimación del valor residual del negocio.

(Sanjurjo, 2003, pág. 108)

2.4.6 Valor residual

Es el valor atribuido al negocio a partir del último período específicamente proyectado. Suele estimarse como una renta perpetua. En la práctica, se suele calcular mediante 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. (Sanjurjo, 2003, pág. 108)

2.4.7 Valor Actual neto (VAN)

El valor actual neto (VAN) de una serie temporal de flujos de efectivo, tanto entrante como saliente, se define como la suma del valor presente (PV) de los flujos de efectivo individuales. En el caso de que todos los flujos futuros de efectivo sean de entrada (tales como cupones y principal de un bono) y la única salida de dinero en efectivo es el precio de compra, el valor actual neto es simplemente el valor actual de los flujos de caja proyectados menos el precio de compra (que es su propia PV). VAN es una herramienta central en el descuento de flujos de caja (DCF) empleado en el análisis fundamental para la valoración de empresas y es un método estándar para la consideración del valor temporal del dinero a la hora de evaluar elegir entre los diferentes proyectos de inversión disponibles para una empresa a largo plazo. Es una técnica de cálculo central, utilizada tanto en la administración de empresas y las finanzas, como en la contabilidad y economía en general para medir variables de distinta índole.

El VAN de una secuencia de flujos de efectivo toma como datos los flujos de efectivo y una tasa de descuento o curva de los precios. (Financiera, 2015)

La fórmula del VAN es:

$$VAN = \frac{C1}{1+i} + \frac{C2}{(1+i)^2} + \frac{Cn}{(1+i)^n}$$

Dónde:

$C1, C2, C3, \dots, Cn$ = Flujos netos generados (positivos o negativos) durante el proyecto

i = tasa de actualización fijada para el proyecto.

n = número de períodos (normalmente años) de duración del proyecto.

El VAN es la fórmula financiera más comúnmente utilizada para actualizar los distintos tipos de flujos de tesorería o cash flows y en consecuencia para la determinación del valor de un negocio. La diferencia principal en la aplicación del VAN a los distintos

cash flows, estriba en la determinación previa de la tasa de actualización o tasa de descuento adecuada para cada caso. (Sanjurjo, 2003, págs. 213 - 214)

2.4.8 Tasa interna de retorno (TIR)

Es la tasa de actualización o tasa de descuento con la que se igualan los flujos de caja o cash flows positivos y negativos de un proyecto de inversión. Es la tasa de descuento que aplicada a los cash flows de un proyecto de inversión hace que el VAN de dicho proyecto sea cero. Constituye, por tanto una medida de evaluación de proyecto de inversión en términos relativos, ya que trata de hallar la tasa de rentabilidad o rendimiento. (Sanjurjo, 2003, pág. 214)

2.4.9 Descuento de flujos de caja libres

Como ya indicábamos con anterioridad, el método del Descuento de Flujos de Caja Libres (DFC) es con toda probabilidad el más utilizado para la valoración de empresas, ya que su aplicación requiere de un ejercicio riguroso y un alto grado de análisis, y es adecuado prácticamente para cualquier tipo de transacción (compra – venta de participaciones mayoritaria o minoritaria, fusiones, escisiones, aportaciones de rama de actividad, transacciones que se producen por motivos fiscales, etc.).

De acuerdo con el método del DFC, el valor de un negocio es igual al valor actual de los flujos de caja libres que él mismo generará en el futuro para un período previamente delimitado, más el valor residual del negocio al final de dicho período, ambos sumandos descontados al valor presente sobre la base de una tasa de actualización o descuento estimada.

El método del DFC es especialmente útil para negocios que cumplan con las siguientes características:

- Que inicien una etapa después de un cambio significativo en sus operaciones y/o estructura (reciente proceso de fusión, nuevo equipo directivo, etc.).

- Que hayan resultado afectados recientemente por una recesión o expansión económica.
- En los que sus gestores utilicen técnicas de creación de valor.
- Que experimente o vayan a producirse cambios previsibles con respecto a la evolución de los últimos años.
- Que tengan un Plan de inversiones significativo para los próximos años (lanzamiento de nuevos productos, mejoras en la eficiencia de fabricación, aumentos de capacidad productiva, etc.).
- Que contemplen acometer cualquier tipo de proceso de reestructuración.

(Sanjurjo, 2003, págs. 217 - 218)

2.4.9.1 Proceso

Con el fin de conseguir una mejor comprensión de la metodología del Descuento de Flujos de Caja para la valoración de empresas en marcha a continuación se representa de forma esquemática las etapas del proceso. (Sanjurjo, 2003, pág. 218)

Proceso Valoración de Empresas – Método de flujo de caja descontados

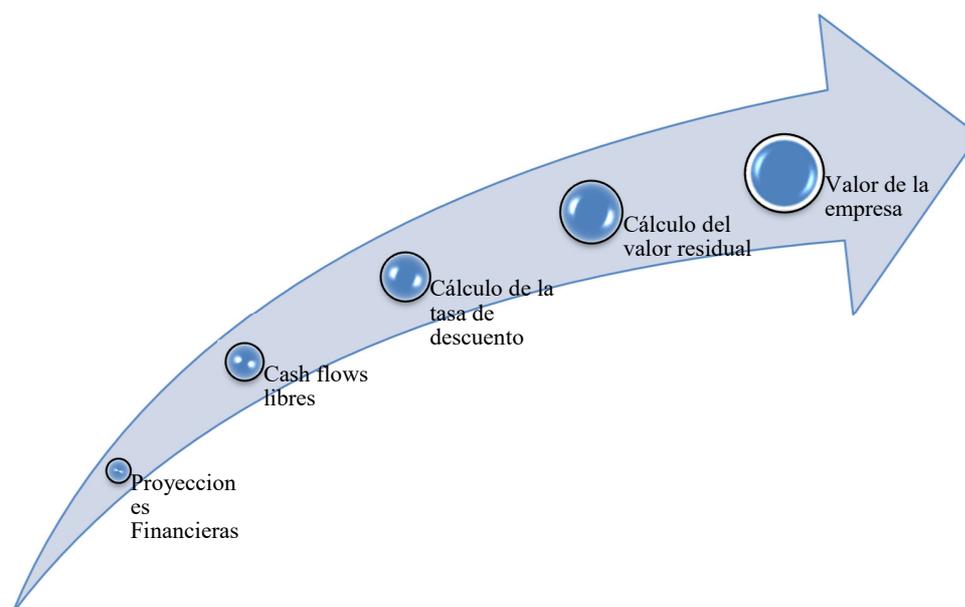


Figura 5 Proceso Valoración de Empresas - Método de flujo de caja descontados

2.4.9.2 Proyecciones financieras

La elaboración de las proyecciones financieras del negocio objeto de valoración supone el primer paso para la aplicación del método de DFC, que constarán básicamente de una estimación de las cuentas de pérdidas y ganancias futuras para un período que normalmente oscilará entre 5 y 10 años, así como de una proyección de las distintas partidas de balance para el mismo período de tiempo.

En primer lugar, es importante determinar el número de años a proyectar, que dependerá de muchos factores tales como el tipo de sector en el que opera la empresa, el período de materialización de los planes de inversión vigentes, la duración de las distintas estrategias orientadas a la creación de valor, etc. Un buen criterio general es proyectar el período de tiempo en el cual la empresa es capaz de generar una rentabilidad de sus inversiones por encima de su coste de capital.

En segundo término, las proyecciones financieras deberán estar fundamentadas en unas hipótesis realistas y coherentes, respecto a la evolución futura del negocio. En este apartado será esencial analizar el comportamiento histórico, el mercado en que opera la compañía y la capacidad del equipo gestor.

Por último, es conveniente que las cuentas de pérdidas y ganancias proyectadas estén relacionadas o conectadas con los balances estimados, lo que evitará posibles errores. (Sanjurjo, 2003, pág. 219)

2.4.9.3 Determinación de los cash flows libres

A partir de las proyecciones de resultados y de balance se calcularán los cash flows libres estimados correspondientes. A continuación se expone, de forma resumida, una de las diversas vías que existen para calcular los cash flows libres.

Resultados antes de intereses e impuestos (BAII)

(-) Impuesto de sociedades sobre BAII

= BAII neto de impuestos (BAIIDI)

(+) Amortizaciones

= Cash flow bruto

(+ / -) Variación de capital circulante

(+ / -) Inversiones netas

= Cash flow libre

El cash flow libre, por tanto, no tiene en cuenta los flujos financieros de la empresa, pero evidentemente se encuentran íntimamente ligados, de tal forma que unos y otros deben igualarse. Es decir, el cash flow libre, si es positivo, se dedicará a remunerar a los distintos proveedores del capital, tanto propio como ajeno, ya sea mediante pago de intereses, dividendos, etc. En caso de ser negativo, deberá obtener capital adicional,

mediante préstamos o aportaciones de los accionistas para financiar dicho déficit. (Sanjurjo, 2003, págs. 220 - 221)

2.4.9.4 Tasa de descuento

La tasa de actualización o tasa de descuento que ha de aplicarse para descontar los flujos de caja libre, es el Coste Medio Ponderado de Capital, también conocido ampliamente en su concepción inglesa WAAC (Weighted average costo of capital). La tasa resultante es una media ponderada entre el coste del capital propio y el coste del capital ajeno, y se calcula mediante la fórmula siguiente:

$$WACC = Kd \times \%d + Kp \times \%p + Ke \times \%e$$

Dónde:

Kd = Coste de la deuda neta de impuestos

$\%d$ = Proporción del capital ajeno o deuda con respecto a la cifra total de capital propio y ajeno.

Kp = Coste del capital propio preferente.

$\%p$ = Proporción del capital propio preferente con respecto a la cifra total de capital propio y ajeno.

Ke = Coste del capital propio ordinario.

$\%e$ = Proporción del capital propio ordinario con respecto a la cifra total de capital propio y ajeno.

(Sanjurjo, 2003, págs. 222 - 223)

2.4.9.5 El valor del negocio

El valor de un negocio por el método del DFC será el valor actual de los flujos de caja libres proyectados, más el valor del negocio al final del período o valor residual.

$$\boxed{\text{Cash flows libres descontados}} + \boxed{\text{Valor residual}} = \boxed{\text{Valor del negocio}}$$

(Sanjurjo, 2003, pág. 223)

2.4.9.6 Los cash flows libres descontados

El valor de los cash flows libres del período proyectado se estima descontándolo a la tasa de actualización o WACC, que previamente hemos estimado.

La mayor parte de las proyecciones utilizadas para una valoración por el método del DFC se preparan en períodos de tiempos anuales. Esto se supone que, a la hora de descontar el cash flow de cada período anual, se pueden plantear tres hipótesis distintas:

- a) Que los cash flows se generaran al final del año
- b) Que se generaran durante el año o, lo que es similar, a mitad de año (siempre y cuando el negocio que se esté valorando no sea estacional).
- c) Que se generan al principio del año.

(Sanjurjo, 2003, págs. 223 - 224)

2.4.9.7 El valor residual

El valor residual se calcula porque suponemos que la empresa no va a durar solamente tres años, sino que va a seguir operativa indefinidamente, mientras no se diga lo contrario, por tanto, el valor residual lo calcularemos como una proyección a perpetuidad del último flujo de caja. Las estimaciones las podemos hacer por los periodos que queramos, tres, cinco, diez o veinte años, y en ese caso utilizaríamos como flujo a proyectar el último de todos. (Fernández, 2014)

CAPÍTULO III

ANÁLISIS SITUACIONAL

3.1 Análisis Externo

El análisis externo comprende el estudio del macroambiente y microambiente, en el cual la compañía desarrolla sus actividades. El análisis del macroambiente de la empresa se realizará a través del método PESTE y el análisis del microambiente se analizará a través del estudio de variables internas que pueden ser controladas por la administración como: clientes, proveedores, competencia y mercado.

3.1.1 Macroambiente

La herramienta de análisis PESTE es una técnica de análisis estratégicos para definir el contexto de una compañía a través del análisis de una serie de factores externos que se detallan a continuación:

- Político Legal
- Económicos
- Socio – Culturales
- Tecnológicos
- Ecológico - Ambiental

(Parada, 2015)

3.1.1.1 Factor Político Legal

En el Ecuador desde el año 2007, en el cual fue posesionado Rafael Correa como Presidente Constitucional de la República del Ecuador, han existido muchos cambios políticos que probablemente han impactado positiva y negativamente en las empresas del Ecuador.

Los aspectos más importantes que han ocurrido en los últimos años y que tienen impacto sobre las operaciones de la empresa INTCOMEX S.A., son los siguientes:

CAMBIOS EN LA REFORMA TRIBUTARIA 2011

En noviembre del 2011 fueron aprobados ciertos cambios en la reforma tributaria.

- ***Impuesto a la salida de divisas***

Debido a que la Empresa INTCOMEX S.A. tiene Compañías relacionadas a nivel mundial, anualmente el monto de sus transacciones es alto, por lo que el cambio en el porcentaje del valor del Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) le impacta directamente.

Según la Ley de régimen tributario interno, el hecho generado es todo pago efectuado desde el exterior por personas naturales o sociedades ecuatorianas o extranjeras domiciliadas o residentes en el Ecuador, se presume efectuado con recursos que causen el ISD en el Ecuador, aun cuando los pagos no se hagan por remesas o transferencias, sino con recursos financieros en el exterior de la persona natural o la sociedad o de terceros.

También se presumirá haberse efectuado la salida de divisas, causándose el correspondiente impuesto, en el caso de exportaciones de bienes o servicios generados en el Ecuador, efectuadas por personas naturales o sociedades domiciliadas en Ecuador, que realicen actividades económicas de exportación, cuando las divisas correspondientes a los pagos por concepto de dichas exportaciones no ingresen al Ecuador. En este caso, al impuesto causado en las divisas no ingresadas, se podrá descontar el valor del ISD generado en pagos efectuados desde el exterior, referidos en el párrafo anterior. El pago del ISD definido en este párrafo, se efectuará de manera anual, en la forma, plazos y demás requisitos que mediante resolución de carácter general establezca el Servicio de Rentas Internas.

El Impuesto a la Salida de Divisas (ISD) es del 5% y grava a lo siguiente:

- La transferencia o traslado de divisas al exterior.
- Los pagos efectuados desde el exterior, inclusive aquellos realizados con recursos financieros en el exterior de la persona natural o la sociedad o de terceros.

- Las importaciones pendientes de pago registradas por más de doce 12 meses.
- Las exportaciones de bienes y servicios generados en el Ecuador, efectuadas por personas naturales o sociedades domiciliadas en el Ecuador, cuando las divisas correspondientes a los pagos por concepto de dichas exportaciones no ingresen al Ecuador.

Están exentos del Impuesto a la Salida de Divisas (ISD):

- Transferencias de dinero de hasta 1,000 que no incluyen pagos por consumos de tarjetas de crédito.
- Pagos realizados al exterior por amortización de capital e intereses de créditos otorgados por instituciones financieras internacionales, con un plazo mayor a un año, destinados al financiamiento de inversiones previstas en el Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones y que devenguen intereses a las tasas referenciales.
- Pagos realizados al exterior por concepto de dividendos distribuidos por sociedades nacionales o extranjeras domiciliadas en el Ecuador, después del pago del impuesto a la renta, a favor de otras sociedades extranjeras o de personas naturales no residentes en el Ecuador, siempre y cuando no estén domiciliados en paraísos fiscales o jurisdicciones de menor imposición.

El Impuesto a la Salida de Divisas ISD podrá ser utilizado como crédito tributario para la determinación del impuesto a la renta hasta por 5 años, siempre que haya sido originado en la importación de materias primas, insumos y bienes de capital con la finalidad de que sean incorporados en procesos productivos y que consten en el listado emitido por el Comité de Política Tributaria.

CONNOTACIÓN GERENCIAL

La Empresa INTCOMEX S.A. durante el año 2014 ha realizado las siguientes transacciones que involucran desembolsos con sus Compañías relacionadas.

Tabla 4
Desembolsos con partes relacionadas

Transacciones	Monto US\$ 2014
Importación de inventario para distribución	29,469,959
Egresos por intereses sobre préstamos	37,500
Otros egresos (reembolsos)	39,046
Total	29,546,505

Como se puede observar en la tabla 4, INTCOMEX S.A. realiza desembolsos al exterior por un valor de US\$ 29, 546,505. Se ha indagado con la Gerencia de la Empresa y nos ha mencionado que el aumento del ISD está siendo incluido dentro del costo del producto, por lo que el impacto final lo está asumiendo el consumidor.

El pago de ISD no puede ser utilizado como crédito tributario, ya que la empresa importa equipos de computación y tecnológicos ya listos para la venta y entrega al consumidor final.

Debido a lo mencionado anteriormente, esta situación constituye una **amenaza** para la empresa INTCOMEX S.A. ya que el costo de su producto por las políticas del Gobierno aumenta.

- **SALVAGUARDAS ARANCELARIAS**

Con fecha 11 de marzo de 2015 entró en vigencia la medida de salvaguardias arancelarias establecida por el Gobierno ecuatoriano, la misma que tendrá vigencia hasta junio del año 2016. Esta medida grava la importación de alrededor de 2,800 productos con una arancel adicional de entre el 5% y el 45%.

Las salvaguardas arancelarias en porcentaje por las principales partidas, se presenta a continuación:



Figura 6 Resumen de los porcentajes de salvaguardias arancelarias

Fuente: Diario el Comercio

CONNOTACIÓN GERENCIAL

Debido a que gran parte de los productos que importa INTCOMEX S.A., tiene relación con tecnología como equipos de computación, impresoras, televisiones, etc., el costo de los mismos por las salvaguardias arancelarias según lo indagado con la alta Gerencia de la Empresa, se espera que aumente en un aproximado del 30%. Debido a lo mencionado anteriormente, esta, situación constituye una **amenaza** para la Empresa.

• REFORMAS LABORALES

El 20 de abril de 2015 se publicó en el Tercer Suplemento del Registro Oficial No. 483 la Ley Orgánica para la Justicia Laboral y Reconocimiento del Trabajo en el Hogar, que contempla principalmente, los siguientes cambios:

- Eliminación de tipos de contrato: por tiempo fijo, a prueba, y enganche.

- Las utilidades distribuidas a los trabajadores, no podrán exceder de veinticuatro salarios básicos unificados del trabajador en general. En caso de que el valor de estas supere el monto señalado, el excedente será entregado al régimen de prestaciones solidarias de la Seguridad Social.

- Para efectos de responsabilidades laborales se considerarán empresas vinculadas a las personas naturales, jurídicas, patrimonios autónomos y otras modalidades de asociación previstas en la ley, domiciliadas en el Ecuador, en las que una de ellas participe directamente en el capital de la otra en al menos un porcentaje equivalente al 25% del mismo y serán subsidiariamente responsables, para los fines de las obligaciones contraídas con sus trabajadoras o trabajadores.

- El ministerio rector del trabajo podrá establecer a través de acuerdo ministerial límites a las brechas salariales entre la remuneración máxima de gerentes generales o altos directivos y la remuneración más baja percibida dentro de la respectiva empresa.

- La bonificación por desahucio se pagará de manera obligatoria en todos los casos en los cuales termine la relación laboral.

- Mensualización de los décimos sueldos.

CONNOTACIÓN GERENCIAL

Dentro de los cambios más representativos y que presenta un mayor impacto para la Empresa son los siguientes:

- La bonificación por desahucio se pagará de manera obligatoria en todos los casos en los cuales termine la relación laboral.

- Mensualización de los décimos sueldos.

Las dos reformas antes mencionadas, constituyen una **amenaza** para los intereses de la Empresa, debido a que en la primera reforma antes únicamente se pagaba cuando el empleador le despedía al empleado, mientras que actualmente se paga siempre, por lo que constituye un gasto adicional para la Empresa.

La segunda reforma al momento de poder mensualizar los décimos, afecta la liquidez de la Empresa, ya que antes se pagaban el décimo tercero en el mes de diciembre y el décimo cuarto en agosto en la Sierra y Amazonía y en febrero en la Costa.

• LEY ORGÁNICA DE REMISIÓN DE INTERESES, MULTAS Y RECARGOS

El 5 de mayo de 2015 se publicó en el Suplemento del Registro Oficial No. 493 la Ley orgánica de remisión de intereses, multas y recargos, que contempla principalmente, lo siguiente:

Se dispone la remisión de intereses, multas y recargos derivados de obligaciones tributarias y fiscales internas cuya administración y/o recaudación le corresponde única y directamente al Servicio de Rentas Internas, conforme lo siguiente:

a) Se condonan los intereses de mora, multas y recargos causados por impuestos y obligaciones fiscales contenidos en títulos de crédito, actas de determinación, resoluciones administrativas, liquidaciones, sea a base de catastros, registros o hechos preestablecidos legalmente por parte del Servicio de Rentas Internas que establezcan un valor a pagar de obligación tributaria; así como los que se generen por declaraciones originales o sustitutivas, que se encuentren vencidas o pendientes de pago hasta la fecha de publicación de la presente norma, siempre que se efectúe la cancelación de la totalidad del impuesto pendiente de pago, conforme a las reglas siguientes:

- La remisión de intereses de mora, multas y recargos será del cien por ciento (100%) si el pago de la totalidad del impuesto adeudado de la obligación tributaria es realizado hasta los sesenta (60) días hábiles siguientes a la publicación de esta Ley en el Registro Oficial; y,
- La remisión de intereses de mora, multas y recargos será del cincuenta por ciento (50%) si el pago de la totalidad del impuesto adeudado de la obligación

tributaria es realizado dentro del periodo comprendido entre el día hábil sesenta y uno (61) hasta el día hábil noventa (90) siguientes a la publicación de esta Ley en el Registro Oficial.

b) La remisión de intereses de mora, multas y recargos que trata el anterior literal, beneficiará también a quienes tengan planteados reclamos y recursos administrativos ordinarios o extraordinarios pendientes de resolución, siempre y cuando paguen la totalidad del impuesto adeudado, y los valores no remitidos cuando corresponda, de acuerdo a los plazos y porcentajes de remisión establecidos. Los sujetos pasivos para acogerse a la remisión, deberán informar el pago efectuado a la autoridad administrativa competente que conozca el trámite, quien dispondrá el archivo del mismo.

c) Las compañías cuyas obligaciones tributarias estén contenidas en actos administrativos impugnados judicialmente, pendientes de resolución o sentencia, podrán acogerse a la presente remisión, siempre que desistan de sus acciones o recursos, desistimiento que no dará lugar a costas ni honorarios.

CONNOTACIÓN GERENCIAL

La condonación de las multas e intereses, representa una **oportunidad** para la empresa. De acuerdo con el criterio de la gerencia, se acogerá a este beneficio en la declaración sustitutiva del impuesto a la renta del año 2013 que la Empresa va a realizar durante el periodo 2015.

3.1.1.2 Factor Económico

3.1.1.2.1 Producto Interno Bruto (PIB)

El producto interno bruto (PIB) es el valor total de la producción corriente de todos los bienes y servicios de un país, durante un período de tiempo determinado, que por lo general de es un trimestre o un año.

Para el cálculo del PIB sólo se tiene en cuenta la producción que se realiza en el país, dentro de las fronteras geográficas de la nación, sin importar si ésta producción fue realizada por personas o empresas nacionales o extranjeras. (Arenas, 2010)

La evolución del PIB desde el año 2010, hasta el año 2014 se presenta a continuación:

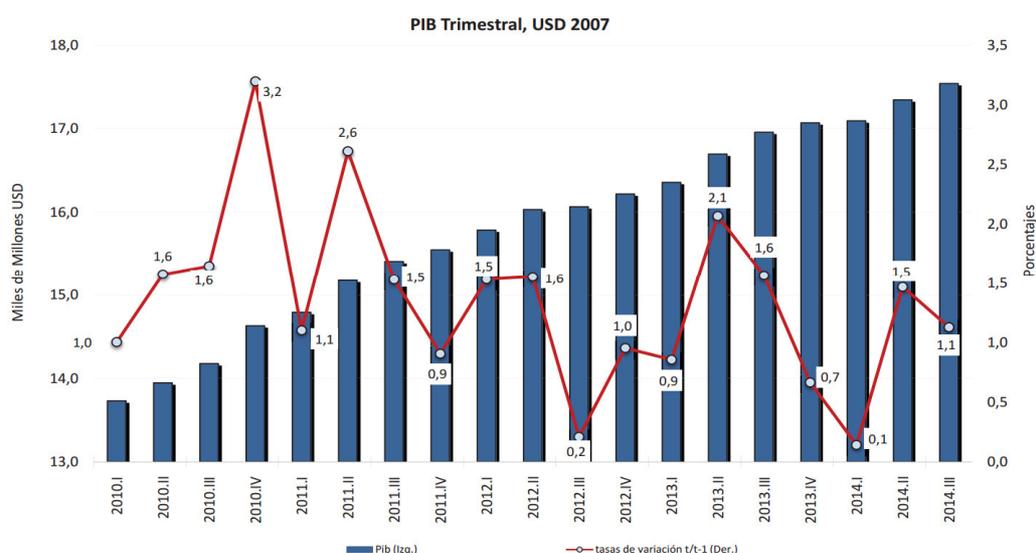


Figura 7 Evolución del PIB

Fuente: Banco Central del Ecuador

En el año 2013 el país experimentó un importante crecimiento del Producto Interno Bruto, cerró el año con un crecimiento de 8,0%. La tasa de crecimiento de la economía ecuatoriana estuvo por encima del promedio que registró América Latina, 5,5%. El crecimiento del PIB Real se vio impulsado principalmente por una recuperación considerable en los resultados generados por intermediación financiera (11,4% con respecto al 2012) y por un incremento del 21,6% en Construcción y Obras Públicas. La mayor disponibilidad de crédito que se dio como consecuencia de un incremento en la liquidez de los bancos a nivel nacional causó que el consumo final de los hogares crezca en 6,5% con relación al año anterior.

A partir de mediados del año 2014 y para el año 2015 el escenario para la economía ecuatoriana es muy poco alentador principalmente por el la baja del precio del barril del petróleo, que es una de las principales fuentes de ingreso para el país por lo que es muy difícil mantener los niveles de crecimiento de años anteriores.

Esta situación ha llevado a que se dé un incremento del endeudamiento público, si bien éste sigue siendo sostenible comparado con otros países de la región. En base a la dinámica económica actual, que depende principalmente de la inversión pública, es fundamental acceder a fuentes de financiamiento que permitan cubrir las necesidades fiscales y el déficit proyectado entre 8,000 y 9,000 millones de dólares.

De manera general, las proyecciones para el PIB ecuatoriano en el año 2015 se ubican en valores cercanos al 4%, tanto por par parte de las cifras oficiales en el país, como de organismos multilaterales. Dentro de las entidades internacionales, la CEPAL maneja la proyección más baja con 3.8%. En el caso de la Unidad de Investigación Económica y de Mercado (UIEM) de Ekos, se proyecta una tasa de crecimiento de 3.7% en el año 2015, tomando en cuenta la desaceleración de la actividad económica y los menores precios de petróleo.

CONNOTACIÓN GERENCIAL

Si bien hasta mediados del año 2014, la etapa de expansión de la economía ecuatoriana era muy favorable y se debía principalmente a la venta del barril del petróleo, sin embargo a partir del segundo semestre del año 2014, el precio de Barril de petróleo bajó a más del 50%, por lo que se espera que para el año 2015 sea una etapa muy difícil de crecimiento. Debido a lo mencionado anteriormente esta situación es una **amenaza** para los intereses de la Empresa, ya que el poder adquisitivo de su clientela va a disminuir.

3.1.1.2 Inflación

La inflación, en economía, es el incremento generalizado de los precios de bienes y servicios con relación a una moneda, sostenido durante un período de tiempo determinado.

Cuando el nivel general de precios sube, cada unidad de moneda alcanza para comprar menos bienes y servicios. Es decir que la inflación refleja la disminución del poder adquisitivo de la moneda: una pérdida del valor real del medio interno de intercambio y unidad de medida de una economía. Una medida frecuente de la inflación es el índice de precios, que corresponde al porcentaje anualizado de la variación general de precios en el tiempo. (Tomala, 2011)

A continuación se presenta los porcentajes de inflación anualizados:

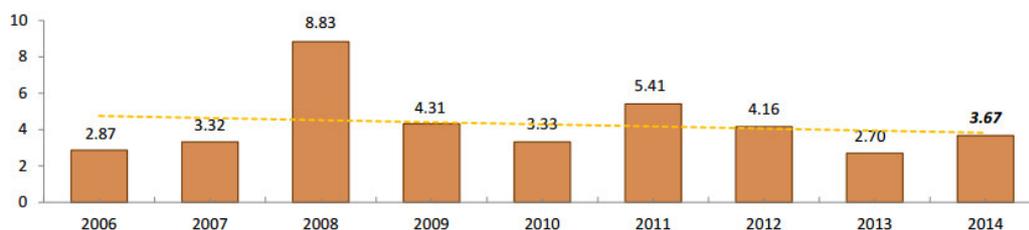


Figura 8 Inflación anual a diciembre 2014

Fuente: Banco Central del Ecuador

La variación de crecimiento de precios se ha mantenido estable en cifras próximas al 3% anual, desde que entró en vigencia el dólar de los Estados Unidos de América como la moneda oficial del Ecuador. Durante el año 2008, la inflación superó el 8% debido al fuerte incremento del gasto social. Sin embargo, debido a la crisis financiera experimentada en el período siguiente, esta cifra se redujo en un 50% aproximadamente.

En el año 2010 se marcó un periodo de recuperación sobre todo por el aumento en el precio de barril del petróleo que alcanzó el nivel máximo de precio en la última década y por la recuperación de los mercados financieros a nivel mundial.

Durante el año 2011 la economía fue impactada por un elevado crecimiento de la tasa inflacionaria, finalizando el año con una inflación del 5.41% y un promedio anual del 4.47%. En comparación con el año 2010, la inflación promedio anual tuvo un incremento del 26%. La presión inflacionaria experimentada durante el 2011 fue generada en parte

por el incremento en el consumo nacional y por otro lado por la devaluación artificial del dólar por parte de la Reserva Federal de EEUU. La debilidad del dólar aunque motiva las exportaciones también infringe una presión considerable en los precios de los bienes que consumimos en nuestro día a día. La inflación en el año 2012 ha ido disminuyendo paulatinamente, partiendo en enero con 5,29% y ubicándose en 4,16% para el mes de diciembre.

Durante el año 2013 la inflación fue de 2.70% y se debe principalmente a que el dólar americano recuperó su valor a nivel mundial, por lo que la moneda de Ecuador se hizo más fuerte en comparación con otras divisas de otros países.

El año 2014, el país cerró con una inflación del 3.67%. Existió un aumento generalizado en la mayoría de artículos y se da principalmente por la crisis que existe a nivel mundial.

Para el año 2015 se espera que la inflación aumente, tal como se muestra a continuación:

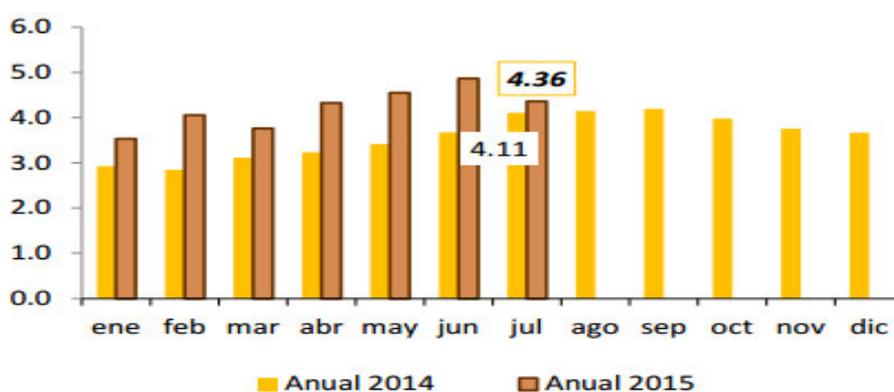


Figura 9 Comparación de inflación anual (2014 – 2015)

Fuente: Banco Central del Ecuador

Las variables más importantes a mencionar por lo cual la inflación ha aumentado en 0.25% entre julio del 2014 y julio de 2015 son las salvaguardas arancelarias a los

productos importados y la caída del valor de barril del petróleo, por lo que ahora producir y vender sus productos representa un costo mayor para las empresas.

La tendencia de la economía ecuatoriana muestra un escenario de mayores dificultades para el año 2015. Los inconvenientes para cubrir el financiamiento público, la falta de inversión privada y la caída del precio del petróleo que se dio en el segundo semestre de 2014, han propiciado una situación en la que es difícil mantener los niveles de crecimiento de años anteriores.

El Instituto Ecuatoriano de Estadística y Censo (INEC) informó las cifras, que muestran una aceleración de la inflación en los últimos 12 meses hasta abril 2015 a un nivel por encima de la proyección oficial para todo el 2015 del 3,9%, por lo que las autoridades tendrán que realizar un análisis para este último año debido a los problemas que enfrenta la economía del país por la caída del precio del barril de petróleo.

En el año 2014 la canasta básica se ubicó en 646,30 dólares, mientras que el ingreso familiar mensual estaba percibido en 634,67 dólares. En diciembre del 2013, la canasta básica llegó a 620,86 dólares con un ingreso familiar de 593,60 dólares.

CONNOTACIÓN GERENCIAL

La inflación del Ecuador se mantenía constante y hacia la baja hasta finales del año 2014. A partir del año 2015 en el cual, debido a la caída del precio del valor del petróleo el Gobierno actual ha implementado ciertas políticas con el fin de que exista una menor salida de divisas. Entre las políticas más representativas para que el valor de los productos suba durante el año 2015 son las salvaguardas arancelarias. Debido a lo mencionado anteriormente y que la inflación se encuentra con la expectativa de aumentar, representa una **amenaza** para la empresa.

3.1.1.2.3 Balanza Comercial

Es la diferencia entre los bienes que un país vende al exterior y los que compra a otros países.

Hay dos tipos de balanza comercial; la negativa, que es cuando el valor de las exportaciones es inferior al de las importaciones, situación que típicamente se presenta en los países en vía de desarrollo, y la positiva, que es cuando el valor de las exportaciones es superior que el de las importaciones. Escenario típico de los países industrializados.

El saldo de la balanza comercial se define como la diferencia que existe entre el total de las exportaciones menos el total de las importaciones que se llevan a cabo en el país. (Arenas, 2010)

La evolución de la balanza comercial desde el año 2008 hasta el año 2014 se presenta a continuación:

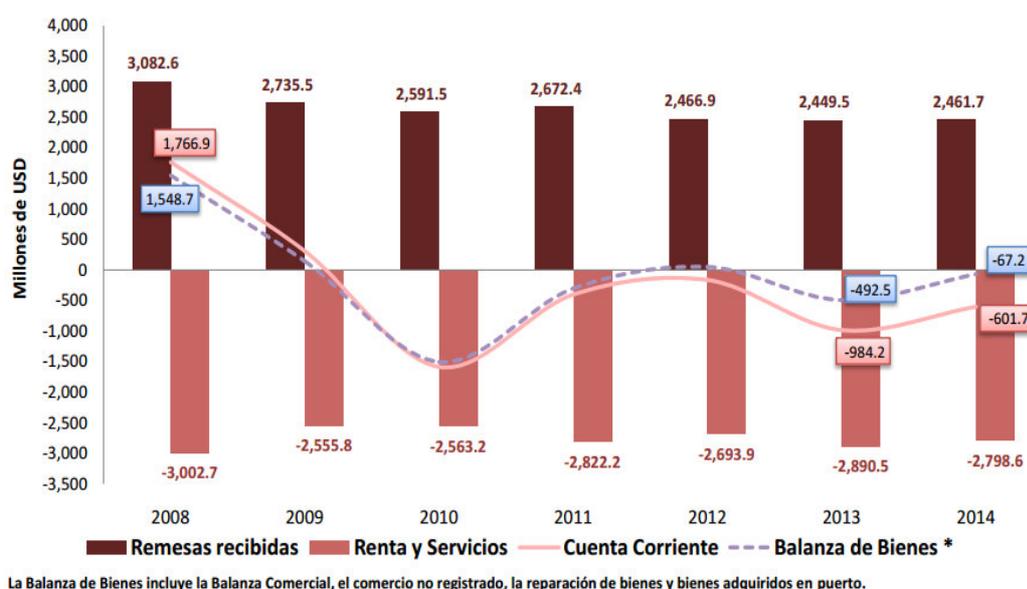


Figura 10 Evolución de la Balanza comercial al 2014

Fuente: Banco Central del Ecuador

A finales del 2014, la Cuenta Corriente presentó un déficit de USD -601.7 millones, como consecuencia del saldo negativo de las Balanzas de Bienes, Renta y Servicios. La Balanza de Bienes registró un déficit de USD -67.2 millones, en razón de que las importaciones (USD -26,671.7) fueron superiores a las exportaciones (USD 26,604.5 millones). El saldo negativo de la Balanza de Renta y Servicios fue de USD -2,798.6

millones. El déficit de la Cuenta Corriente para el 2014, disminuyó en USD 382.5 millones con relación al 2013.

Como se puede apreciar en el gráfico anterior, en los últimos 5 años, la balanza comercial ecuatoriana mantuvo un saldo negativo, es decir, el nivel de importaciones fue mayor al nivel de las exportaciones que se realizaron al mercado internacional. Este comportamiento se denomina déficit comercial.

Para contrarrestar el déficit comercial, el gobierno ha incentivado el incremento del nivel de exportaciones en el Ecuador creciendo a razón de un 16% promedio anual en los últimos cinco años.

De acuerdo con el Banco Central del Ecuador, las exportaciones están clasificadas en petroleras y no petroleras, dado su nivel de representatividad en la balanza comercial. En el siguiente gráfico se puede apreciar el comportamiento del total de exportaciones comparado entre el año 2013 y 2014.

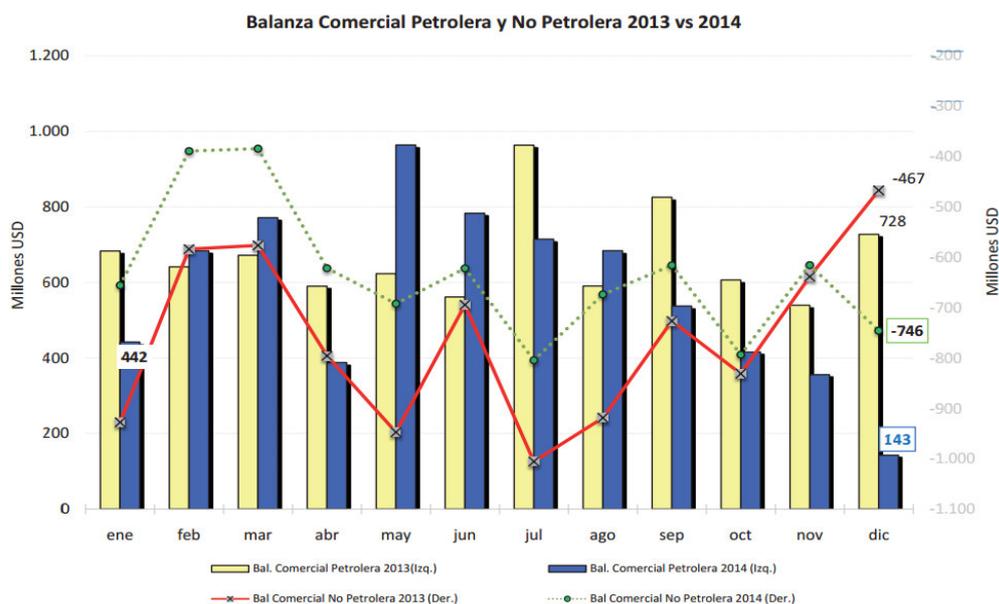


Figura 11 Balanza Comercial Petrolera y No Petrolera 2013 vs 2014

Fuente: Banco Central del Ecuador

Dentro de las exportaciones no petroleras se encuentran productos tradicionales como: café y elaborados, camarón, cacao y elaborados, atún, pescado, banano y plátano. Aunque el banano y el plátano han representado una parte significativa del total de exportaciones de productos tradicionales, estas se incrementaron principalmente por las exportaciones de camarón, las cuales aumentaron un 40% con respecto a las exportaciones de este producto al cierre del 2013.

Por otra parte, en los últimos años, la política petrolera del Estado ha considerado la explotación de los petróleos pesados de los campos Ishpingo, Tambococha, y Tiputini (ITT), así como en la ampliación de la frontera petrolera hacia la zona centro y sur de la región amazónica con el objetivo de incrementar los ingresos provenientes de la explotación de estos recursos no renovables.

Debido a esta tendencia creciente, uno de los objetivos de la transformación de las matrices productiva y energética es sustituir las importaciones – en el mediano plazo – con producción nacional, lo que tendrá impacto significativo en la producción y el empleo. Una estrategia del Gobierno para la transformación de la Matriz Energética ha sido la construcción de la Refinería del Pacífico, la cual planifica la producción de derivados de petróleo de valor agregado, que en el mediano plazo, deberían sustituir las importaciones de combustibles y lubricantes.

CONNOTACIÓN GERENCIAL

De acuerdo al análisis realizado anteriormente podemos evidenciar que tenemos una economía muy dependiente del petróleo, debido a que se exporta materia prima y se importa productos terminados, como combustible y bienes de capital lo que representa una **amenaza** para la Empresa ya que en el país existe mayor nivel de importaciones que de exportaciones.

3.1.1.2.4 Tasas de Interés

La tasa de interés es el precio del dinero o pago estipulado, por encima del valor depositado, que un inversionista debe recibir, por unidad de tiempo determinando, del deudor, a raíz de haber usado su dinero durante ese tiempo. Con frecuencia se le llama "el precio del dinero" en el mercado financiero, ya que refleja cuánto paga un deudor a un acreedor por usar su dinero durante un periodo. (WIKIPEDIA, 2015)

Tasas Activa

Es el porcentaje que las instituciones bancarias, de acuerdo con las condiciones de mercado y las disposiciones del banco central, cobran por los diferentes tipos de servicios de crédito a los usuarios de los mismos. Son activas porque son recursos a favor de la banca. (WIKIPEDIA, 2015). A continuación, se detalla las tasas activas referenciales en el Ecuador a agosto de 2015.

Tabla 5
Tasas activas referenciales del Ecuador

FECHA	VALOR
Agosto-31-2015	8.06 %
Julio-31-2015	8.54 %
Junio-30-2015	8.70 %
Mayo-31-2015	8.45 %
Abril-30-2015	8.09 %
Marzo-31-2015	7.31 %
Febrero-28-2015	7.41 %
Enero-31-2015	7.84 %
Diciembre-31-2014	8.19 %
Noviembre-30-2014	8.13 %
Octubre-31-2014	8.34 %
Septiembre-30-2014	7.86 %
Agosto-31-2014	8.16 %
Julio-30-2014	8.21 %
Junio-30-2014	8.19 %
Mayo-31-2014	7.64 %
Abril-30-2014	8.17 %
Marzo-31-2014	8.17 %
Febrero-28-2014	8.17 %
Enero-31-2014	8.17 %
Diciembre-31-2013	8.17 %
Noviembre-30-2013	8.17 %
Octubre-31-2013	8.17 %
Septiembre-30-2013	8.17 %

Fuente: Banco Central del Ecuador

Tasa de interés pasiva

Es el porcentaje que paga una institución bancaria a quien deposita dinero mediante cualquiera de los instrumentos que para tal efecto existen. La tasa pasiva es inferior a la tasa activa a fin de cubrir los costos y gastos financieros de intermediación, conocido como spread financiero (WIKIPEDIA, 2015). A continuación, se detalla las tasas pasivas referenciales en el Ecuador a agosto de 2015.

Tabla 6
Tasas pasivas referenciales

FECHA	VALOR
Agosto-31-2015	5.55 %
Julio-31-2015	5.54 %
Junio-30-2015	5.48 %
Mayo-31-2015	5.51 %
Abril-30-2015	5.39 %
Marzo-31-2015	5.31 %
Febrero-28-2015	5.32 %
Enero-31-2015	5.22 %
Diciembre-31-2014	5.18 %
Noviembre-30-2014	5.07 %
Octubre-31-2014	5.08 %
Septiembre-30-2014	4.98 %
Agosto-31-2014	5.14 %
Julio-30-2014	4.98 %
Junio-30-2014	5.19 %
Mayo-31-2014	5.11 %
Abril-30-2014	4.53 %
Marzo-31-2014	4.53 %
Febrero-28-2014	4.53 %
Enero-31-2014	4.53 %

Fuente: Banco Central del Ecuador

Las tasas de interés referenciales para el segmento producto empresarial a julio del 2015, se muestra a continuación:

Tasas de Interés			
julio-2015			
1. TASAS DE INTERÉS ACTIVAS EFECTIVAS VIGENTES			
Tasas Referenciales		Tasas Máximas	
Tasa Activa Efectiva Referencial para el segmento:	% anual	Tasa Activa Efectiva Máxima para el segmento:	% anual
Productivo Corporativo	8.54	Productivo Corporativo	9.33
Productivo Empresarial	9.78	Productivo Empresarial	10.21
Productivo PYMES	11.10	Productivo PYMES	11.83
Consumo	15.78	Consumo	16.30
Vivienda	10.62	Vivienda	11.33
Vivienda de Interés Público	4.88	Vivienda de Interés Público	4.99
Microcrédito Acumulación Ampliada	21.82	Microcrédito Acumulación Ampliada	25.50
Microcrédito Acumulación Simple	24.98	Microcrédito Acumulación Simple	27.50
Microcrédito Minorista	26.91	Microcrédito Minorista	30.50
2. TASAS DE INTERÉS PASIVAS EFECTIVAS PROMEDIO POR INSTRUMENTO			
Tasas Referenciales	% anual	Tasas Referenciales	% anual
Depósitos a plazo	5.54	Depósitos de Ahorro	1.30
Depósitos monetarios	0.61	Depósitos de Tarjetahabientes	1.16
Operaciones de Reporto	0.08		
3. TASAS DE INTERÉS PASIVAS EFECTIVAS REFERENCIALES POR PLAZO			
Tasas Referenciales	% anual	Tasas Referenciales	% anual
Plazo 30-60	4.50	Plazo 121-180	5.92
Plazo 61-90	4.87	Plazo 181-360	6.77
Plazo 91-120	5.55	Plazo 361 y más	7.74

Figura 12 Tasas de interés por segmento productivo empresarial

Fuente: Banco Central del Ecuador

Se puede observar que la tasa de interés referencial para el Crédito Productivo Empresarial en el mes de julio 2015 se encuentra en el 9,78% y la tasa de interés máxima para el Segmento Productivo Empresarial se encuentra en el 10,21%.

Al hacer un análisis a la variables macro económica de la tasa interés, es importante mencionar que las limitaciones propias de la dolarización han impedido al Gobierno aplicar una política monetaria activa, utilizando las herramientas que tiene disponibles con el propósito de mantener la estabilidad económica y evitar una balanza de pagos adversa.

La política monetaria se basa en el principio de un Estado con la obligación de proteger a los ciudadanos frente al sistema financiero a través de leyes que creen una

cultura financiera “más democrática e incluyente”, esto justifica la aplicación de techos a las tasas de interés, control al cobro de tarifas bancarias, creación de un defensor del cliente.

Con estos antecedentes, se espera que el Estado mantenga la política de fijación de precios a través de los topes en las tasas de interés que establezca el Banco Central del Ecuador, mismas que no han presentado mayor variación desde octubre del 2011

CONNOTACIÓN GERENCIAL

La tendencia tanto de la tasa de interés activa como de la tasa de interés pasiva referencial, se ha mantenido constante, ya que conservan el mismo porcentaje desde octubre del 2011, por lo cual no representa una señal de alerta de riesgo soberano, ya que las mismas no son altas. Debido a que las tasas de interés han permanecido constantes y que INTCOMEX S.A., requiere de flujo de dinero para las operaciones del negocio, el financiamiento en el sistema financiero representa una **oportunidad** para incrementar su liquidez y poder generar mayores ganancias.

3.1.1.3 Factor Social

3.1.1.3.1 Desempleo

De acuerdo al Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC), a través del reporte de Indicadores laborales de marzo del 2015, indica que el desempleo nacional se ubicó en 4,84%, mientras que en marzo del 2014 alcanzó el 5,60%, una diferencia estadísticamente representativa tendiente a la reducción del desempleo. A continuación se señala las tasas de desempleo del Ecuador a marzo de 2015.

Tabla 7
Tasa de desempleo en el Ecuador

FECHA	VALOR
Marzo-31-2015	4.84 %
Diciembre-31-2014	4.54 %
Septiembre-30-2014	4.65 %
Junio-30-2014	5.71 %
Marzo-31-2014	5.60 %
Diciembre-31-2013	4.86 %
Septiembre-30-2013	4.55 %
Junio-30-2013	4.89 %
Marzo-31-2013	4.64 %
Diciembre-31-2012	5.00 %
Septiembre-30-2012	4.60 %
Junio-30-2012	5.19 %
Marzo-31-2012	4.88 %
Diciembre-31-2011	5.07 %
Septiembre-30-2011	5.52 %
Junio-30-2011	6.36 %
Marzo-31-2011	7.04 %
Diciembre-31-2010	6.11 %
Septiembre-30-2010	7.44 %
Junio-30-2010	7.71 %
Marzo-31-2010	9.09 %
Diciembre-31-2009	7.93 %
Septiembre-30-2009	9.06 %
Junio-30-2009	8.34 %

Fuente: Banco Central del Ecuador

Según los datos oficiales, de cada 10 plazas de trabajo 8 son generadas por el sector privado y dos son generadas por el sector público. Asimismo, en marzo del 2015 la tasa de empleo adecuado para los hombres es 16,2 puntos porcentuales mayor que la de las mujeres. De esta manera, el 50,37% de los hombres en la fuerza de trabajo tienen un empleo adecuado frente al 34,13% de las mujeres. Entre marzo 2014 y marzo 2015, la tasa de desempleo registra una disminución en 1,36 puntos porcentuales en los hombres y de 0,55 puntos porcentuales en las mujeres. Las mujeres tienen un desempleo de 4,89% frente al 3,11% de los hombres.

La ciudad con menor porcentaje de desempleo es Cuenca con el 3,22%, seguida de Machala con 3,70% y Guayaquil con 3,78%. Mientras Ambato y Quito presentan las mayores tasas de desempleo con 6,43% y 4,39% respectivamente.

CONNOTACIÓN GERENCIAL

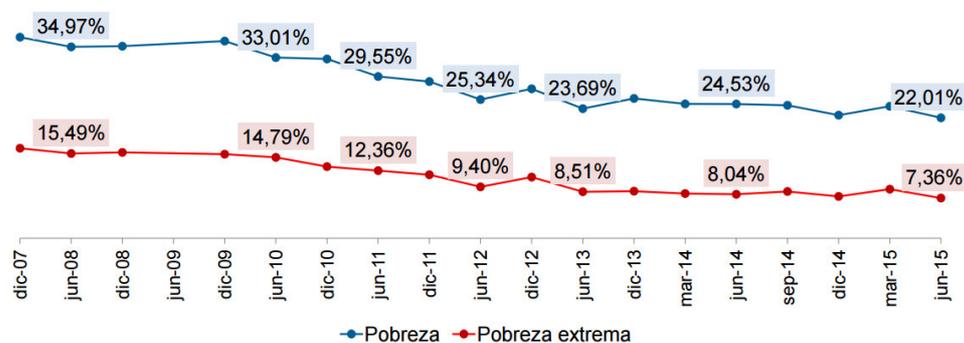
Como se puede observar en el análisis previamente realizado, el nivel de desempleo en el Ecuador es bajo en comparación con años anteriores, por lo que cuando existe empleo se cumple la ley básica de la economía, la cual menciona que: con empleo se genera producción, con esto ingresos y por lo tanto existe consumo, lo cual constituye una **oportunidad** para la empresa, debido a que los clientes cuentan con un poder adquisitivo.

3.1.1.3.2 Pobreza

La pobreza por ingresos es sinónimo de carencia y privación, que limita a una persona para alcanzar un mínimo nivel de vida.

Para junio de 2015, el Banco Central del Ecuador. considera a una persona pobre por ingresos si percibe un ingreso familiar per cápita menor a USD 83,29 mensuales y pobre extremo si percibe menos de USD 46,94.

La pobreza por ingresos a nivel **nacional**, entre junio de 2014 y junio de 2015, se reduce **2,52 p.p.** de **24,53%** a **22,01%**, variación **significativa**. La variación en la pobreza extrema de **0,68 p.p.** de **8,04%** a **7,36%** no es **significativa**.



Notas: (1) A partir de marzo 2014, las encuestas de marzo y septiembre son representativas a nivel nacional, urbano y rural.

(*) La significancia estadística se realiza al 95% de confianza.

(**) p.p.- Puntos porcentuales.

Figura 13 Nivel de pobreza en Ecuador

Fuente: Banco Central del Ecuador

Entre 2006 y 2014, la pobreza por consumo se redujo a nivel nacional 32,6%, esto representa aproximadamente 1,3 millones de personas que salieron de la pobreza, reducción mayor a la registrada entre 1998 y 2006 cuando bajó en 14,5% según los últimos datos de la Encuesta de Condiciones de Vida (ECV) del Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC).

La pobreza por consumo en el 2014 llegó a 25,8% a nivel nacional, en el área rural 47,3%, mientras en la urbana alcanzó el 15,5% en comparación al 38,3%, 61,5% y 24,9% del 2006 respectivamente.

La pobreza extrema por consumo se ubicó en 5,7%, lo que representa una reducción del 55,4% (aproximadamente 900.000 personas) entre 2006 y 2014. De la misma manera, esta reducción es mayor a la registrada entre 1999 y 2006 en donde la pobreza extrema se redujo en 31,6%. Para el año 2014, en el área rural la pobreza extrema llegó a 13,8% y la urbana a 1,9%.

Guayas, Manabí y Carchi son las provincias que registraron mayor reducción de pobreza por consumo entre 2006 y 2014 con una variación relativa de 45,1%, 41,1% y 40,2% respectivamente.

CONNOTACIÓN GERENCIAL

La pobreza ha disminuido y esto es una **oportunidad** para la empresa ya que al existir menor pobreza, la población tiene mayor poder adquisitivo, beneficiando directamente a INTCOMEX S.A., debido a que gran parte de sus productos disponibles para la venta es la tecnología.

3.1.1.4 Factor Tecnológico

En nuestro país, con la implementación de políticas y estrategias gubernamentales de conectividad y prestación de servicios se incrementaron los índices de penetración del servicio de Internet, es por esta razón que en el año 2014 de acuerdo al INEC se registró que cerca de 66 personas por cada 100 usan Internet, a comparación del año 2006 donde 6 de cada 100 habitantes tenían acceso al mismo.

Uno de los incrementos más notorios es el número de usuarios y personas, que acceden al servicio de Internet, mediante conexiones de banda ancha. En el 2006, el número de usuarios de Internet Banda Ancha fue de 823.483 y al 2013, el número de abonados de Internet Banda Ancha creció a 4'859.996. Además, se cuenta con 1'070.842 de cuentas residenciales, es decir conexiones residenciales de Internet fijo, a diciembre de 2013, como se muestra en la siguiente gráfica:

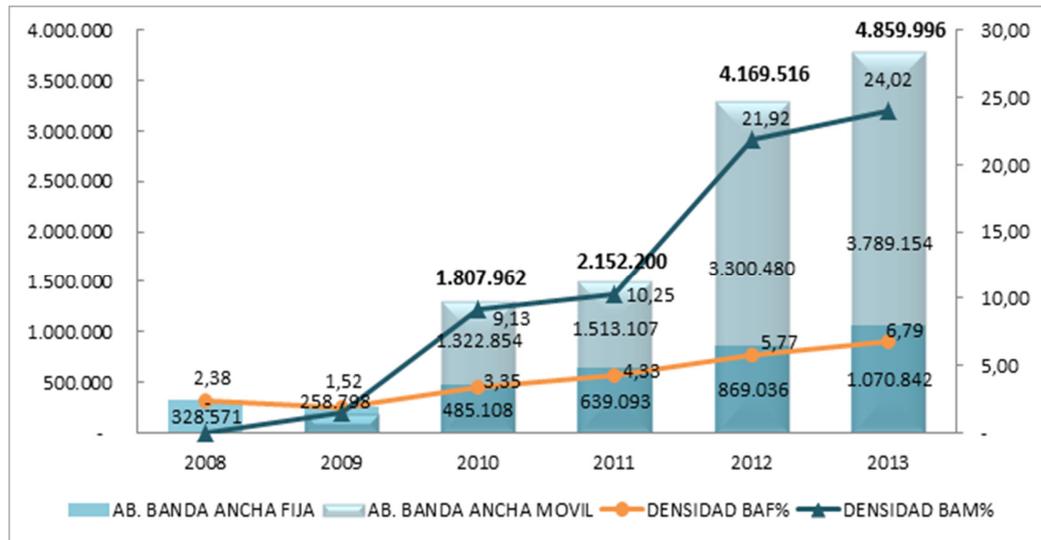


Figura 14 Evolución del uso de internet Ecuador

Fuente: Banco Central del Ecuador

En lo que respecta a la industria de hardware (ordenadores y periféricos) a nivel local, gran parte del segmento en Ecuador se concentra en la venta y distribución de productos importados de fabricantes en el exterior.

La industria del software es transversal a todos los sectores productivos y es determinante para lograr competitividad de las empresas en la mayoría de los sectores industriales. Este sector tiene la capacidad de absorber, asimilar, adaptar y difundir tecnologías existentes, para el desarrollo de los sectores priorizados del país. La oferta de software ecuatoriano se especializa principalmente en áreas como: Financieros y soluciones de Banca; Inteligencia de negocios; y, aplicaciones de BMP y de outsourcing especializado.

Anteriormente las ventas de este sector se contabilizaban en conjunto con el sector de los electrodomésticos, pero el repunte de sus integrantes las llevó a independizarse.

Sin duda el sector se mueve a un ritmo acelerado en la implementación de sistemas de computación en la nube, comunicaciones unificadas, redes y voz y datos, centros de cómputo, seguridades informáticas, entre otros.

La industria electrónica ha experimentado profundos cambios en las últimas dos décadas. La liberalización comercial, la rápida evolución tecnológica, han modificado el comportamiento de las grandes empresas transnacionales del sector.

Con todos los cambios que han existido en esta industria, el Internet en las organizaciones se ha vuelto mucho más útil permitiendo que las empresas se alejen de la idea de ser dueños de un software sino que han buscado alternativas más rentables. La prevalencia de la Internet y su importante potencial como mecanismo de entrega y plataforma informática han contribuido al crecimiento de la entrega de software y modelos de computación.

La demanda de software y hardware están directamente relacionadas, puesto que la demanda de nuevas computadoras usualmente se acelera cuando los usuarios deciden migrar a procesadores más rápidos o nuevos sistemas operativos.

En función de la información analizada, podemos concluir que en el mundo actual, las telecomunicaciones son mucho más que un servicio básico, son un medio para promover el desarrollo, mejorar la sociedad y conectar al mundo de manera global; afortunadamente el Ecuador va por un buen camino en lo que se refiere al desarrollo de nuevas tecnologías que apuntalarán su desarrollo económico sostenido.

CONNOTACIÓN GERENCIAL

Como se puede observar en el análisis previamente realizado, se puede verificar que el factor informático en el Ecuador es muy importante, debido a que actualmente gran parte de la población ya cuenta con acceso a internet. Para las empresas del Ecuador es fundamental contar con hardware y software de última tecnología que permitan ser competitivos a nivel nacional e internacional. Debido a que INTCOMEX S.A., se encuentra estrechamente relacionado con la venta de productos tecnológicos, representa

una **oportunidad** que cada día las personas tengan un mayor acceso a productos y servicios tecnológicos.

3.1.1.5 Factor ecológico – ambiental

El factor ecológico – ambiental ha tenido un crecimiento en los últimos años debido principalmente al interés del Gobierno Central de conservar el medio ambiente, sin embargo debido a su desarrollo reciente no se cuenta con suficiente información actualizada.

En el último censo realizado en el año 2010, los resultados no fueron tan alentadores con respecto a la salud del medio ambiente, ya que el Instituto Nacional de estadísticas y censos (INEC), indica que aproximadamente más del 80% de las empresas en el país no invierte en protección ambiental.

Las exigencias gubernamentales como certificaciones, permisos y licencias han hecho que la mayoría de empresas le presten especial atención al cuidado medioambiental, comprometiéndose cada vez más con esta causa, por lo que actualmente el Gobierno se encuentra implementando planes de prevención y cuidado del medio ambiente.

3.1.2 Microambiente

En el estudio del microambiente se identificarán aquellos factores internos más cercanos a la Empresa (fortalezas y debilidades), los cuales influyen directamente en su desempeño organizacional y tienen la característica que pueden ser controlados por la organización.

3.1.2.1 Proveedores

Intcomex Ecuador adquiere sus productos principalmente del exterior, siendo Intcomex Inc. (la oficina en Miami) uno de los principales proveedores, dado que esta entidad consolida las demandas de todas las filiales y realiza compras globales obteniendo beneficios por los volúmenes de productos que administra:

Estos beneficios pueden ser *rebates*, plazos de créditos, apoyo para actividades de mercadeo, y protecciones de precios que son recibidos y transferidos al producto o a los clientes.

Intcomex Ecuador también realiza compras de otros proveedores, principalmente de productos de Software. A continuación se describe el detalle de dichos proveedores.

- Hewlett Packard Company
- LG Electronics – Panamá y Miami
- Cubix Latin American, LLC
- Ingrammicro
- Epson Americas
- Xerox Corporation
- Bell Micro
- Tech Data Corp
- Microsoft Licencing American
- D-Link Latin America
- Lenovo Singapore Ltd

Las gestiones de compras las manejan las personas que están encargadas de cada marca, y son los responsables de hacer los pedidos al proveedor correspondiente; por otro lado, la logística se la realiza a través del área de importaciones.

En el ámbito local se realizan compras puntuales, cuando hace falta cierto producto en particular para cumplir un pedido o para ensamblar un equipo.

CONNOTACIÓN GERENCIAL

La empresa INTCOMEX S.A., realiza la mayoría de compras a su relacionada de Miami, la misma que es la encargada de negociar directamente con el proveedor y realiza las compras por grandes volúmenes, por lo que la INTCOMEX S.A. de Ecuador recibe la

mercadería a un costo bajo en comparación con la competencia lo que representa una **fortaleza** para la organización.

INTCOMEX S.A., trabaja a nivel mundial únicamente con marcas reconocidas y que presenten una garantía en el producto que ofrece, por lo que se ha mencionado que la Dirección de la Empresa mantiene buenas relaciones con los proveedores antes mencionados, lo que representa una **fortaleza**, debido a que la Empresa cuenta con variedad de productos para satisfacer al cliente.

3.1.2.2 Competencia

Los principales competidores de Intcomex Ecuador se describen a continuación:

- Tecnología Siglo XXI
- Tecnomega
- Cartimex
- Megamicro

La competencia previamente mencionada corresponde a empresas que mantienen ventas similares en bienes de tecnología. Cabe indicar que a nivel nacional existen empresas que venden en menor cantidad. La venta de productos tecnológicos es bien amplia, debido a que hoy en día existen un sin número de almacenes comerciales en los cuales ofrecen los mismos productos de INTCOMEX S.A., y con un financiamiento directo. Entre las empresas que tienen ventas menores de productos tecnológicos son:

- Almacenes Japón
- La Ganga
- Computrón
- Créditos económicos
- SUKASA

CONNOTACIÓN GERENCIAL

Hoy en día la mayor parte de la población ecuatoriana tiene acceso a la tecnología ya sea desde lo básico como TV – LEDS hasta tecnología compleja para organizaciones como son centros de cableado, cómputo, etc., por lo que a nivel nacional existen un sin número de locales comerciales que ofrecen los mismos productos de INTCOMEX S.A. con un financiamiento directo, lo que representa una **debilidad** para la Empresa.

En el Ecuador existen varios locales comerciales que se dedican a la venta de tecnología, lo que representa una **debilidad** para la Empresa, debido a que la competencia es alta a nivel nacional.

3.1.3.3 Clientes

Dentro de los clientes más relevantes para la Compañía, de acuerdo con los ingresos generados por el giro del negocio, están:

- Septeico
- Comandato
- Icesa S.A.
- Compuequip Dos
- Artefacta
- Supermercado de Computadoras
- Pa-Co
- Martec
- Akros

Las ventas durante el año 2014 a nivel porcentual se presentan a continuación:

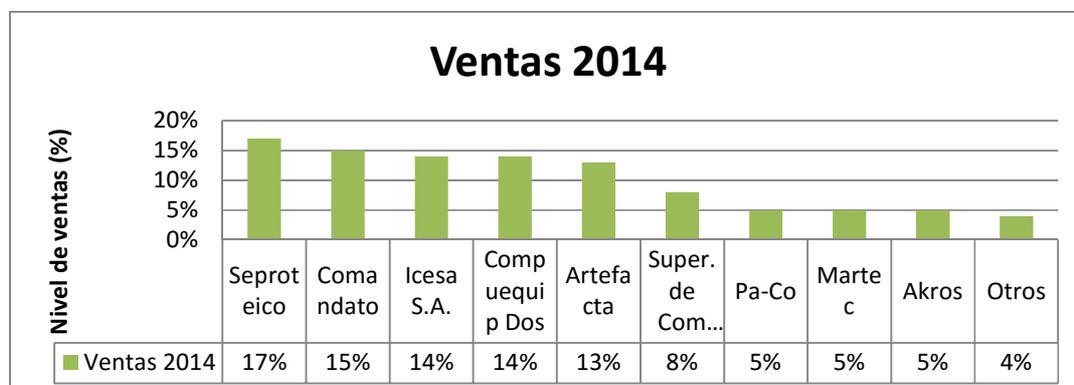


Figura 15 Ventas de INTCOMEX S.A. Ecuador

Como se puede observar en el análisis previamente realizado, la mayoría de ventas, es decir el 96% corresponde a clientes corporativos y 4% a clientes particulares. La Administración de la compañía ha manifestado que hasta el año 2013, las ventas únicamente eran realizadas a clientes corporativos, pero desde el año 2014, decidieron vender a personas particulares.

La Empresa en todos sus productos ofrece una garantía de 1 año, además realiza un seguimiento del servicio y bien que presta a sus clientes, para lo cual mantiene canales apropiados para que el cliente manifieste su malestar u observación sobre el bien o servicio vendido.

Conforme se ha mencionado anteriormente, la actividad de distribución es el giro de negocio de la Compañía, enfocándose en su totalidad en el mercado nacional; para lo cual cuenta con dos oficinas en las principales ciudades del país, Quito y Guayaquil.

La oficina de Quito es la oficina principal y se encarga de todas las compras de los productos para todo el país; desde esta ciudad se envían los artículos correspondientes a Guayaquil, cuyo inventario representa aproximadamente el 30% del inventario total de la Compañía.

De acuerdo con los pedidos que realicen los diferentes clientes, la Compañía programa la entrega de los productos. En la ciudad de Quito se cuenta con tres camiones repartidores que hacen recorridos diarios, así como también se mantienen contratos de servicios de transporte con la compañía Servientrega para poder cumplir con la entrega a domicilio de las ventas generadas. Los precios del transporte son incluidos en la factura dependiendo de la negociación que se haya manejado con el cliente.

La Compañía realiza ventas de contado y a crédito, el crédito a los clientes corporativos se los da a 15, 30, 45 y 60 días de plazo, sobre la base de la información entregada por los clientes y luego del respectivo análisis de crédito realizado por el área correspondiente. No existe crédito para clientes particulares.

CONNOTACIÓN GERENCIAL

En el análisis previamente realizado podemos evidenciar que la mayoría de ventas son a clientes corporativos de renombre que compran en grandes volúmenes lo que representa una **fortaleza** para la empresa debido a que mantiene convenios de más de un año con estos clientes lo que permite tener un mercado activo.

3.1.3.4 Mercado

El mercado de la tecnología en el Ecuador se encuentra en una amplia expansión debido a las políticas del Gobierno central, en el cual con las reformas en la educación, hoy en día las escuelas, colegios y universidades deben ofrecer una educación de calidad, por lo que uno de los pilares fundamentales de estas instituciones es la inversión en tecnología.

En el ámbito local se realizan diferentes estrategias de mercadeo y de posicionamiento de producto, tomando como base los lineamientos determinados por el Grupo. Se procura atraer y mantener la atención del cliente a través de otorgamientos de crédito, promociones de productos, así como con premios por cumplimiento de volúmenes de compra).

Dado que los clientes de Intcomex Ecuador pertenecen al mercado minorista y no a los usuarios finales las estrategias de publicidad no suelen ser masivas a través de medios

como televisión o periódicos, sino comunicaciones específicas a los canales a través de correos en los que se comentan promociones, lanzamientos de nuevos productos, entre otros.

Intcomex Ecuador también coordina con sus proveedores eventos para los clientes, ya sea para capacitaciones o para conocimiento de productos novedosos o productos que se quieren lanzar al mercado.

CONNOTACIÓN GERENCIAL

INTCOMEX S.A. cuenta con proveedores de alto renombre, lo que permite que a nivel nacional se ofrezca bienes y servicios de alta calidad que son reconocidos a nivel mundial lo que representa una **fortaleza** para la empresa debido a que el cliente prefiere comprar artículos de marcas conocidas.

El sector de la tecnología se encuentra en un cambio constante, por lo que la empresa debe tener una rotación del inventario alta. Esto representa una **debilidad** para la Empresa debido a que debe constituir una provisión de inventario obsoleto.

3.2. Análisis Interno

El análisis interno estudia aquellas variables sobre las cuales la empresa puede influir de forma directa, se analiza el desarrollo de las principales líneas de negocios o departamentos sobre las cuales la empresa tiene control.

3.2.1 Estructura Orgánica

Los organigramas son diagramas que representan gráficamente y de manera simplificada la estructura formal que posee una organización. De esta forma, los organigramas muestran las principales funciones dentro de la organización y las relaciones que existen entre ellas.

Permiten una rápida visualización de los órganos, las relaciones de autoridad que los vinculan y las distintas jerarquías. Mediante los mismos se aprecia rápidamente el ámbito

de control de cada unidad, las relaciones formales y la cantidad de niveles jerárquicos que componen la estructura de la organización. (Buenas tareas, 2015)

A continuación se presenta el organigrama de la Empresa.:

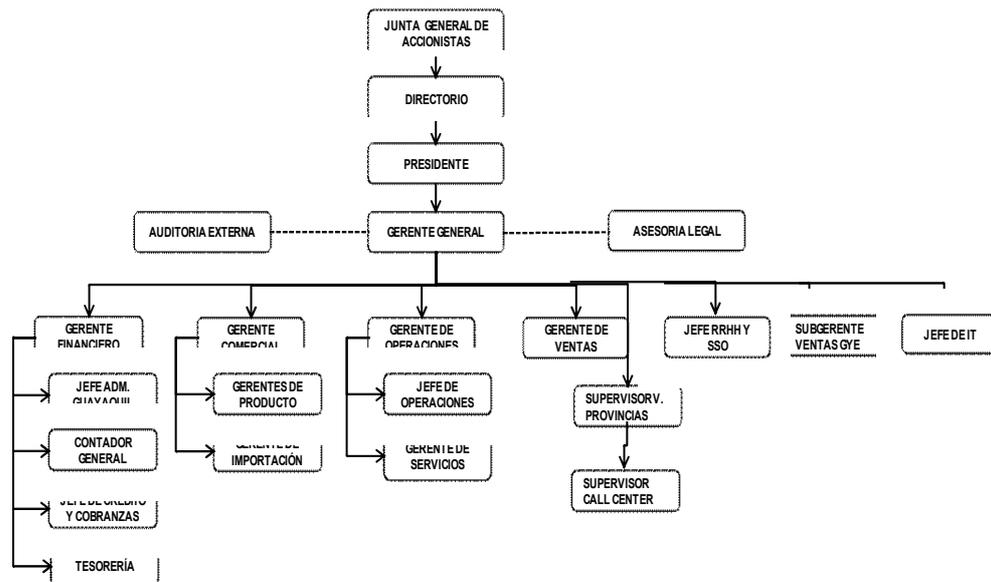


Figura 16 Estructura Orgánica INTCOMEX S.A Ecuador

CONNOTACIÓN GERENCIAL

De acuerdo al organigrama estructural, podemos evidenciar que la Empresa cuenta con un organigrama actualizado, en el cual se encuentran los departamentos de apoyo (auditoría externa y asesoría legal), departamentos Jerárquicos (Juan General de Accionistas, Directorio y Presidente) y con Gerencias. Esto representa una **fortaleza** para la Empresa, debido a que se tiene un conocimiento y orden de los departamentos de la organización.

3.2.2 Estructura funcional

La estructura funcional comprende las atribuciones y funciones que debe realizar los diferentes empleados que conforman los departamentos del organigrama.

En base a la información proporcionada por la Empresa, las atribuciones y funciones de los empleados son:

Junta General de accionistas:

- Realizar y verificar la lista de accionistas presentes y representados así como de cualquier otro presente por invitación de los administradores de la entidad, identificando en virtud de qué asisten (consejeros, técnicos, asesores, etc.).
 - Designar presidente y secretario de la junta de accionistas.
 - Designar al presidente, consejero delegado y demás miembros del consejo y fijar sus retribuciones.
 - Conocer y aprobar el balance general, que irá acompañado del estado de pérdidas y ganancias y de los informes de gestión que sean presentados por el director general, el consejero delegado y los auditores externos.
 - Determinar la amortización de acciones, siempre y cuando se cuente con utilidades líquidas disponibles para el pago de dividendos.
 - Toma de decisiones en cuanto a prórroga del contrato social, de la disolución anticipada, del aumento o disminución de capital suscrito o autorizado y de cualquier reforma de los estatutos sociales.
 - Selección de auditores externos.
 - Ejercer las demás funciones que estén establecidas en la ley y en los estatutos de la empresa.
- Las atribuciones y funciones de la Junta General de accionistas son las siguientes:

Directorio:

- Establecer las políticas y metas de la Empresa, en concordancia con las políticas.
- Aprobar las políticas aplicables a los planes estratégicos, objetivos de gestión, presupuesto anual, estructura organizacional y responsabilidad social corporativa
 - Aprobar el Presupuesto General del año y evaluar su ejecución
 - Aprobar y modificar el Orgánico Funcional de la Empresa sobre la base del proyecto presentado por el Gerente General
 - Aprobar y modificar el Reglamento de Funcionamiento del Directorio, presentado por el Gerente General o los miembros del Directorio
 - Autorizar la contratación de los créditos o líneas de crédito, así como las inversiones que se consideren necesarias para el cumplimiento de los fines y objetivos empresariales
 - Nombrar a la o al Gerente General, de una terna propuesta por la Presidenta o Presidente del Directorio, y sustituirlo

Presidente de la Empresa:

- Ejercer la representación legal de la Empresa
- Presidir las sesiones de la Junta Directiva suscribiendo las respectivas actas.
- Cumplir y hacer cumplir las decisiones adoptadas por el directorio.
- Apoyar las actividades de la Empresa.
- Presentar al Directorio el informe semestral de actividades.
- Sugerir al Directorio los medios y acciones que considere para la buena gestión de la Empresa.

Gerente General:

- Liderar la gestión estratégica
- Liderar la formulación y aplicación del plan de negocios
- Alinear a las distintas Gerencias
- Definir políticas generales de administración
- Dirigir y controlar el desempeño de las áreas
- Presentar al Directorio estados de situación e información de la marcha de la empresa
- Velar por el respecto de las normativas y reglamentos vigentes
- Actuar en coherencia con los valores organizacionales

Asesoría legal:

- Brindar asesoría en el ámbito jurídico y legal a la Empresa, considerando la normativa legal vigente aplicable.
- Brindar asistencia a la Gerencia General, apoyando en funciones administrativas y secretariales, coordinando actividades entre departamentos y entes externos.

Auditoría externa:

- Auditar los estados financieros anualmente y emitir una opinión sobre la razonabilidad de los mismos.
- Emitir el informe de carta a la Gerencia en donde se destacan los principales puntos de control interno.
- Revisar los informes de cumplimiento tributario.

Gerente Financiero:

- Establecer estrategias que permitan el óptimo manejo de sus recursos financieros, así como verificar el proceso de generación de información financiera de la Empresa.

Gerente Comercial:

- Buscar nuevas oportunidades de negocio en el medio nacional.
- Mantener buenas relaciones con los proveedores de la Empresa.

Gerente de Operaciones:

- Gestionar de manera adecuada y oportuna las entregas de los bienes y servicios a los clientes.
- Direcccionar y aplicar las garantías de los productos vendidos en el caso de existir fallas u observaciones por parte del cliente.

Gerente de Ventas:

- Ampliar el portafolio de clientes
- Determinar las políticas de crédito aplicable para las Empresas.
- Cumplir el presupuesto de ventas anual.

Jefe de Recursos Humanos:

- Administrar el talento humano de la Empresa, a fin de contar el personal adecuado e idóneo para cada puesto de trabajo, a través de la evaluación de las competencias y la cualificación profesional del personal.

Jefe de Información y tecnología:

- Administrar los recursos informáticos y tecnológicos de la Empresa, de tal forma que se minimice la exposición al uso indebido o inadecuado de los mismos.

- Elaborar el Plan Estratégico y Plan Operativo Anual del Área, el cual se realizará trimestralmente el monitoreo a fin de emitir el informe correspondiente, además de la colocación de ajustes cuando existan justificaciones internas y/o externas.

CONNOTACIÓN GERENCIAL

De acuerdo al análisis realizado, la empresa cuenta con un organigrama funcional, en dónde se detallan las funciones y atribuciones que debe realizar cada departamento. Esto representa una **fortaleza** para la empresa, debido a que se tiene documentado lo que tiene que hacer cada departamento.

Una vez conocidas las diferentes funciones del personal de la Empresa, podemos indicar que no existe una persona o departamento encargado de conocer cuál es el valor monetario de toda la Empresa. Hoy en día vivimos en un mundo, en dónde obtener financiamiento a un costo bajo puede ser la diferencia entre el éxito o el fracaso.

El no conocer el valor de la Empresa representa una **debilidad**, debido a que en el caso de que se requiera obtener financiamiento a través de la emisión de acciones en la Bolsa de Valores de Quito o Guayaquil, no se tendría un valor monetario justo del precio de la Empresa, tomando en cuenta factores macroeconómicos y microeconómicos.

3.3 Análisis FODA

El análisis FODA es una herramienta clásica para evaluar la situación estratégica de una empresa y definir cursos de acción. Las debilidades y fortalezas son los aspectos internos de la empresa o del emprendedor que afectan las posibilidades de éxito de una estrategia. Las oportunidades y amenazas surgen del contexto, es decir, de lo que ocurre o puede ocurrir fuera de la empresa. Por lo general estos eventos no pueden ser influenciados, sino que se dan en forma independiente. (Buenos Negocios, 2015).

3.3.1 Fortalezas

- F1) Productos de alta calidad
- F2) Precios de los productos competitivos

- F3) Las ventas son realizadas a gran volumen
- F4) Productos reconocidos a nivel mundial
- F5) La Empresa cuenta con una planificación estratégica
- F6) Todos los productos cuentan con garantía
- F7) Confianza en proveedores garantizando el cumplimiento de contratos

3.3.2 Oportunidades

- O1) Condonación de multas e intereses con el fisco durante el año 2015
- O2) Tasas de intereses constantes
- O3) Reducción del desempleo
- O4) Reducción de la pobreza
- O5) Mayor acceso a bienes y servicios de tecnología por parte de la población

3.3.3 Debilidades

- D1) Falta de financiamiento directo a clientes particulares
- D2) Cambio constante en la tecnología de los productos que se vende
- D3) Alto nivel de competencia.
- D4) No se conocer el valor de la Empresa en su conjunto, tomando en consideración el ambiente macroeconómico, microeconómico y los flujos de dinero futuros.

3.3.4 Amenazas

- A1) Costos elevados por el impuesto a la salida de divisas (5%)
- A2) Aumento de aranceles para la importación de productos de tecnología
- A3) Menor liquidez para la Empresa por las reformas laborales
- A4) Disminución en el nivel de crecimiento del PIB
- A5) Tasa de inflación con tendencia a subir.
- A6) Mayor nivel de importaciones que de exportaciones

3.3.5 Matriz FODA

A través de la matriz FODA, se podrán determinar las estrategias necesarias para lograr que la Empresa supere sus debilidades y aproveche sus fortalezas con el fin de prevenir amenazas externas y de sacar ventaja con respecto a las oportunidades que ofrece el ambiente externo en el que se desenvuelve.

		Fortalezas		Debilidades		
		Internas	Externas	Internas	Externas	
		<ul style="list-style-type: none"> • F1) Productos de alta calidad • F2) Precios de los productos competitivos • F3) Las ventas son realizadas a gran volumen • F4) Productos reconocidos a nivel mundial • F5) La Empresa cuenta con una planificación estratégica • F6) Todos los productos cuentan con garantía • F7) Confianza en proveedores garantizando el cumplimiento de contratos 		<ul style="list-style-type: none"> • D1) Falta de financiamiento directo a clientes particulares • D2) Cambio constante en la tecnología de los productos que se vende • D3) Alto nivel de competencia. • D4) No se conoce el valor de la Empresa en su conjunto 		
Oportunidades	<ul style="list-style-type: none"> • O1) Condonación de multas e intereses con el fisco durante el año 2015 • O2) Tasas de intereses constantes • O3) Reducción del desempleo • O4) Reducción de la pobreza • O5) Mayor acceso a bienes y servicios de tecnología por parte de la población 	<ul style="list-style-type: none"> • Conformar alianzas estratégicas para concretar acuerdos comerciales. • Analizar y elegir las mejores alternativas de financiamiento • Desarrollar proyectos de negocios, para clientes potenciales • Consolidar convenios comerciales con empresas del sector público 		<ul style="list-style-type: none"> • Desarrollar planes de capacitación en las áreas de comercialización y atención al cliente • Diseñar e Implementar un Manual de Procesos y Procedimientos 		
Amenazas	<ul style="list-style-type: none"> • A1) Costos elevados por el impuesto a la salida de divisas (5%) • A2) Aumento de aranceles para la importación de productos de tecnología • A3) Menor liquidez para la Empresa por las reformas laborales • A4) Disminución en el nivel de crecimiento del PIB • A5) Tasa de inflación con tendencia a subir. • A6) Mayor nivel de importaciones que de exportaciones 	<ul style="list-style-type: none"> • Establecer contratos comerciales susceptibles a cambios en • Provisionar mensualmente los cargos por reformas laborales 		<ul style="list-style-type: none"> • Planificar adecuadamente el pedido de los productos en base al tiempo que tarda la importación • Incrementar las ventas con una ampliación del mercado • Mantener una rotación alta de inventarios 		

Figura 17 Matriz FODA

3.4 Matriz de vulnerabilidad

En la matriz de vulnerabilidad se analiza los aspectos de mayor influencia en la materialización de las amenazas y debilidades y su capacidad de reacción ante tales eventos.

- **Análisis de Amenazas**

Tabla 8

Análisis de amenazas

No.	Amenaza	Impacto	Probabilidad de ocurrencia	Grado de vulnerabilidad	Capacidad de reacción (0 - 10)	Zona
A1	Costos elevados por el impuesto a la salida de divisas (5%)	6	100%	6.0	1	Muy Crítico
A2	Aumento de aranceles para la importación de productos de tecnología	8	100%	8.0	1	Muy Crítico
A3	Menor liquidez para la Empresa por las reformas laborales	6	50%	3.0	9	Preparado
A4	Disminución en el nivel de crecimiento del PIB	4	50%	2.0	8	Preparado
A5	Tasa de inflación con tendencia a subir.	6	50%	3.0	6	Preparado
A6	Mayor nivel de importaciones que de exportaciones	4	50%	2.0	8	Preparado

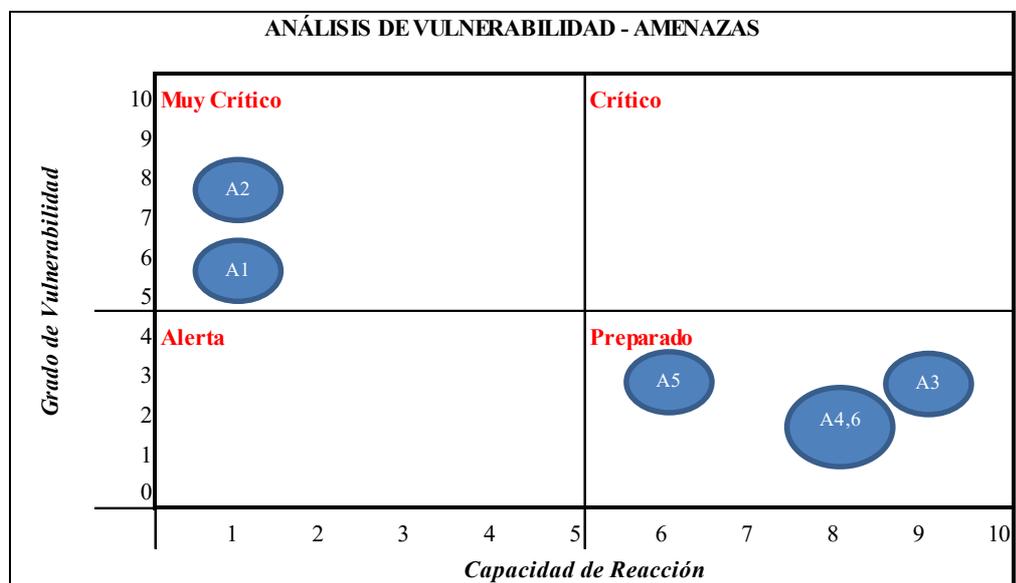


Figura 18 Análisis de vulnerabilidad – amenazas

INTCOMEX S.A., presenta dos amenazas muy críticas, las mismas que afectan a todas las Empresas que se desenvuelven en el ámbito tecnológico. La capacidad de reacción ante estas amenazas es muy baja debido a que son políticas de Gobierno implantadas desde el año 2011 con el fin de mejorar la economía del Ecuador.

La amenaza correspondiente al aumento el ISD del 2% al 5%, es una política e Gobierno indefinida, por lo que la Empresa tiene que aceptar dicho riesgo asumiendo el costo del mismo en el momento de realizar pagos a sus proveedores o relacionadas.

La amenaza correspondiente a las salvaguardias arancelarias tiene una duración hasta Junio de 2016, por lo que la Empresa de acuerdo a su margen de ganancia deberá asumirlo el costo o compartirlo junto con el cliente. El análisis deberá tomar en cuenta las estrategias tomadas por la competencia, con el fin de que los precios de venta del producto sea atractivo para el cliente.

- **Análisis de Debilidades**

Tabla 9

Análisis de debilidades

No.	Debilidades	Impacto	Probabilidad de ocurrencia	Grado de vulnerabilidad	Capacidad de reacción (0 - 10)	Zona
D1	Falta de financiamiento directo a clientes particulares	8	90%	7.2	4	Muy Crítico
D2	Cambio constante en la tecnología de los productos que se vende	8	90%	7.2	7	Crítico
D3	Alto nivel de competencia.	7	60%	4.2	7	Preparado
D4	No se conoce el valor de la Empresa en su conjunto	8	70%	5.6	6	Crítico

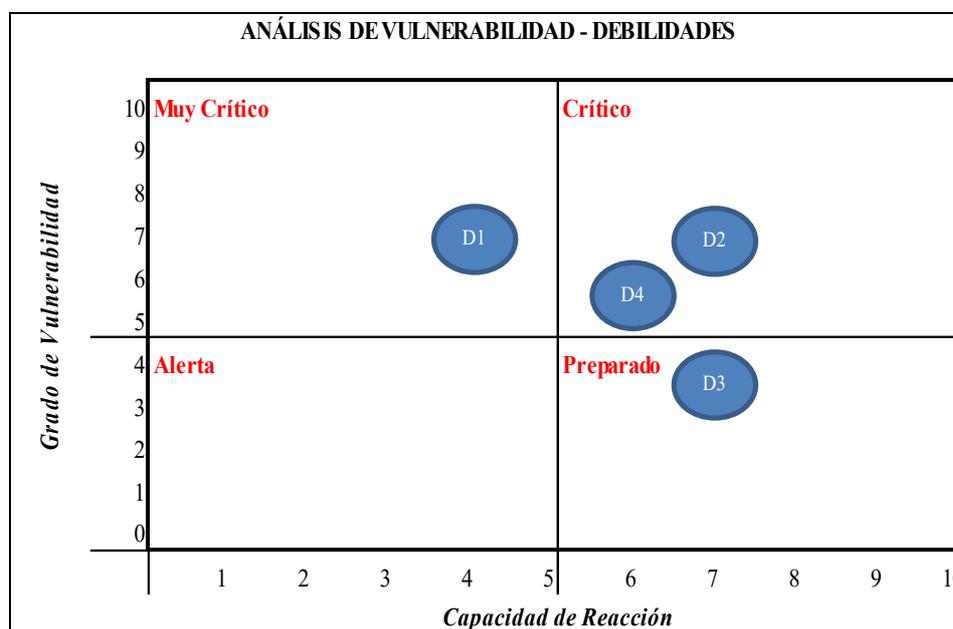


Figura 19 Análisis de vulnerabilidad – debilidades

La debilidad más crítica que presenta la Empresa es la falta de financiamiento directo a los clientes particulares. Hoy en día la mayoría de empresas que venden tecnología ofrecen un financiamiento directo, por lo que INTCOMEX S.A., se encuentra en desventaja con la competencia por no financiar directamente. Parte de la debilidad ha sido compartida, debido a que INTCOMEX S.A., en las ventas realizadas a crédito, acepta todas las tarjetas con las que se trabaja en el territorio nacional.

Una debilidad adicional la cual afecta y es importante mencionarla es no tener una valoración de la Empresa, debido a que en un futuro no muy lejano, puede ser una excelente opción de financiamiento. El presente trabajo se enfocará en conocer el valor de la Empresa INTCOMEX S.A., con el fin de que en un futuro la Gerencia y Directivos de la Empresa puedan tener un financiamiento a un costo bajo mediante la emisión de acciones.

3.5 Ponderación del Riesgo de negocio

Con independencia de los mecanismos de mitigación que utilice una compañía para limitar los efectos de los riesgos que puedan afectarla, las actividades económicas

implican la administración de las contingencias derivadas de la operación en entornos determinados, con funciones específicas y haciendo uso de los activos respectivos.

Así, al hablar de los riesgos asumidos por una compañía no implica la detección de una afectación particular de un riesgo en la Compañía, sino más bien el reconocimiento de que dichos riesgos son asumidos, administrados y/o mitigados por ella. Es decir, se establece la existencia de un riesgo y se reconoce simplemente si la compañía es completamente o limitadamente responsable de administrar los posibles impactos que pudieran originarse y afectar a su rentabilidad y/o su capacidad de seguir en operación, debido a las contingencias potenciales inherentes a su actividad o entorno de operación.

En este sentido no se enfocará en la probabilidad específica de que se generen estas contingencias para la Compañía, ni en especificar detalladamente la gestión de administración de riesgos de la Compañía para diversificar, mitigar y reducir la probabilidad de ocurrencia de dichos impactos.

La ponderación del riesgo del negocio se realizará a través de la estimación de la probabilidad de ocurrencia y la incidencia del riesgo; para calcular la probabilidad de ocurrencia del riesgo se utilizará las siguientes puntuaciones:

- Muy improbable (1 punto).
- Alguna posibilidad pero poco probable (2 puntos).
- Posible pero difícil de predecir cuándo y cómo (3 puntos).
- Probabilidad algo más elevada (4 puntos).
- Casi seguro (5 puntos).

Para evaluar la incidencia, se aplicará la siguiente puntuación:

- Incidencia significativa sobre el negocio y la situación económica (1 punto).
- Daños limitados al negocio o a la situación económica (2 puntos).
- Ligero empeoramiento en el negocio y en la situación económica a corto plazo (3 puntos).

- Empeoramiento más grave duradero en el negocio (4 puntos).
- Muy perjudicial, podría amenazar la viabilidad del negocio o el respaldo económico recibido (5 puntos).

Multiplicando las puntuaciones de los valores de probabilidad e incidencia, se debe poder evaluar la incidencia alta, media o baja el riesgo en el negocio. Un riesgo elevado sería una puntuación multiplicada superior a 12, el medio entre 5 y 11, el bajo, igual o inferior a 4.

De acuerdo con el análisis previamente realizado, se requiere revelar los riesgos a los cuales la compañía está expuesta.

3.5.1 Riesgo de Mercadeo

El riesgo de mercado nomina varios peligros que tienen una característica común: la posibilidad de que la compañía sufra pérdidas como consecuencia de las variaciones del mercado, derivadas de los activos que ella posee. Así, entre los más comunes se encuentran:

- Riesgo de que sus participaciones en otras compañías sufran variaciones a la baja
- Riesgo de que los productos importados del giro normal en las operaciones de la Compañía sufran variaciones adversas en sus precios

Intcomex S.A., enfrenta el riesgo de que existan variaciones en su participación de mercado, resultantes de las gestiones de penetración de mercado de las empresas rivales, así como de que se presenten nuevos competidores con nuevos productos y nuevos beneficios en este tipo de industria.

Adicionalmente, existe también un riesgo significativo de que el valor de los productos importados que afectan directamente el costo de la Compañía y por ende su rentabilidad, sufra variaciones adversas; como por ejemplo: cierres o problemas en las fábricas proveedoras, elevación de precios o escasez de productos, incrementos de aranceles, encarecimiento de materias primas, entre otros.

3.5.2 Riesgo Financiero

El riesgo financiero por excelencia es el riesgo de liquidez, que consiste en la posibilidad de sufrir pérdidas patrimoniales como consecuencia de la necesidad de liquidar activos de la Compañía a un valor inferior al de mercado para poder atender necesidades de liquidez.

Los mecanismos más usuales de mitigación de este riesgo consisten en la contratación de líneas de crédito que permitan hacer frente a necesidades imprevistas de liquidez y sobre todo en la adecuada administración de los calces financieros.

La Compañía es totalmente responsable de cubrir el flujo de efectivo requerido para sus operaciones, así como de la administración financiera de sus activos líquidos y sus obligaciones, por lo cual percibe un riesgo completo de liquidez.

La empresa no cuenta con una valoración de Empresas que permita conocer el precio de la Empresa considerando factores macroeconómicos, microeconómicos y flujos de dinero futuros. En el caso de que la Empresa requiera obtener financiamiento a un costo bajo, con la emisión de acciones, no se estaría en la capacidad, debido a que no se conoce el valor de la Empresa en su conjunto.

3.5.3 Riesgo Cambiario

El riesgo cambiario está presente si la Compañía mantiene activos nominados en monedas diferentes a aquella en la cual opera, especialmente si dichas monedas están sujetas a frecuentes variaciones hacia la baja, con relación a la moneda de operación. Así mismo, se presenta dicho riesgo cuando la Compañía mantiene pasivos en monedas diferentes a la de su operación, especialmente si ésta tiene posibilidad de devaluarse con relación a la moneda en la cual se nominan los pasivos.

Este riesgo tiene como mecanismo de mitigación más habitual la diversificación de activos y pasivos nominados en monedas distintas a la de operación, buscando un adecuado balance entre las monedas que se revalúan y las que se devalúan así como en la contratación de derivados financieros (habitualmente swaps y opciones) que minimicen el efecto de las variaciones.

Dado que las negociaciones de compra y venta de la Compañía se establecen en dólares americanos (moneda de curso corriente en Ecuador), no existen saldos de cuentas por cobrar o pagar que puedan cambiar de valor por variaciones en los tipos de cambio, lo cual implica que la Compañía no percibe riesgos provenientes por volatilidad en el tipo de cambio.

3.5.4 Riesgo Tasas de interés

El riesgo de tasa de interés está presente cuando se presentan variaciones adversas en las tasas de interés a que están sujetos los activos y pasivos financieros de la Compañía, generando descalces entre los ingresos derivados de dichas tasas y los gastos que ellas ocasionan, teniendo como resultado un deterioro en la posición patrimonial y en la solvencia de la Compañía.

El mecanismo más habitual de mitigación de este riesgo consiste en la contratación de productos financieros con tasas fijas, así como en la contratación de swaps que trasladen el riesgo a terceros.

Intcomex Ecuador asume un riesgo de tasa de interés limitado, dado que podrían existir variaciones en el mercado financiero que afecten la posición de la Compañía en cuanto a sus pasivos financieros; sin embargo, una forma de administración del riesgo es el acuerdo de tasas fijas con los bancos.

3.5.5 Riesgo De crédito

El riesgo de crédito se deriva de la posibilidad de que la Compañía no llegue a recuperar la totalidad de sus acreencias, como consecuencia de la decisión de sus deudores de no realizar sus pagos en los términos originalmente acordados.

Este riesgo afecta especialmente a las compañías que conceden créditos o realizan inversiones sin considerar adecuadamente la capacidad de repago de los deudores y sin tomar medidas de mitigación suficientes como el establecimiento de garantías adecuadas.

Los mecanismo regulares de mitigación del riesgo de crédito consisten en la realización de estudios regulares y previos de los deudores para establecer la capacidad

de repago de éstos, así como en el establecimiento de garantías que puedan ejecutarse en caso de moratoria.

Intcomex Ecuador asume la total responsabilidad del posible incumplimiento en el cobro de su cartera, lo cual implica que la Compañía enfrenta un riesgo de crédito completo; sin embargo se han establecido para ciertos negocios la constitución de garantías prendarias o hipotecarias dependiendo de las circunstancias de cada negocio o del cliente

3.5.6 Riesgo Marco regulatorio

El riesgo de marco regulatorio, que se presenta cuando la Compañía actúa en un entorno cuyas condiciones son afectadas fuertemente por normativas específicas de su actividad, las cuales tienden a cambiar en el entorno en que se desenvuelve el negocio.

El riesgo que enfrenta la Compañía es completo, dado que el marco regulatorio establecido para la importación de bienes en el Ecuador ha presentado restricciones particulares para algunos productos con los que la Compañía opera.

3.5.7 Riesgo Inventario

El riesgo de inventario lo tienen todas las compañías que podrían no llegar a rotar sus inventarios de materia prima, producto en proceso o producto terminado, quedando éste sin vender o vencido.

Intcomex es completamente responsable por los inventarios que mantiene, por lo cual debe manejar sus actividades de almacenamiento, logística y distribución de una manera eficiente, de forma que pueda mitigar el riesgo por obsolescencia o lento movimiento de dicho inventario, particularmente en esta industria en donde los productos de tecnología continuamente se están reinventando. En este sentido, la Compañía enfrenta un riesgo completo, mitigado en algunos casos por el apoyo de ciertas marcas que contribuyen con fondos para incrementar la rotación de stocks, fondos de mercadeo o sistemas de protección de precios.

3.5.8 Matriz Ponderación de Riesgo

Tabla 10

Matriz Ponderación de riesgo

Riesgo	Ponderación		
	Probabilidad	Incidencia	Ponderación del riesgo
1.Riesgo de mercado			
1.1. Riesgo de que sus participaciones en otras compañías sufran variaciones a la baja	3	1	3
1.2. Riesgo de que los productos importados del giro normal en las operaciones de la Compañía sufran variaciones adversas en sus precios	3	4	12
2.Riesgo financiero			
2.1 Riesgo de falta de liquidez	1	4	4
2.2 Riesgo de no conocer el valor de la Empresa	4	3	12
3.Riesgo cambiario			
Riesgo de variaciones severas de tipo de cambio	2	2	4
4.Riesgo de tasa de interés			
Riesgo de variaciones significativas en las tasas de interés	2	3	6
5.Riesgo de crédito			
Riesgo de incobrabilidad de cuentas por cobrar	2	4	8
6.Riesgo de marco regulatorio			
Restricciones particulares para importación de bienes	4	4	16
7.Riesgo de inventario			
Riesgo e baja rotación de inventario	2	4	8

Como se puede observar en el análisis previamente realizado, la Empresa se encuentra expuesta a tres riesgos significativos, los mismos que pueden influir en el ciclo normal de las operaciones de la Empresa.

- El riesgo relacionado a que los productos importados del giro normal en las operaciones de la Empresa, sufran variaciones adversas en sus precios, es un riesgo que se encuentra presente en las operaciones de la Empresa. El principal factor para que los productos suban de precio, es la crisis que se está presentando a nivel mundial.
- Los Directivos de la Empresa no conocen el valor de la Empresa, considerando factores microeconómicos, macroeconómicos y flujos futuros de dinero. Representa un riesgo crítico para la Empresa, debido a que en el caso de requerir la emisión de acciones no estaría en la capacidad de hacerlo, ya que no conoce el valor de la Empresa en su conjunto.
- El riesgo relacionado con las restricciones para importación de bienes, es un riesgo que INTCOMEX S.A., deberá afrontar hasta junio del año 2016, según resolución emitida por el Comité de Comercio Exterior (COMEX).

El impacto para la Empresa de las salvaguardas arancelarias en los costos de los productos que vende en promedio es de 33%.

La estrategia de la Empresa para no afectar el costo del producto ni la rentabilidad de la Empresa, es asumir parte del costo de la salvaguarda y la otra parte compartirlo con el cliente en el precio de venta del bien o servicio.

3.5.8 Riesgo del sector

De acuerdo al análisis realizado previamente, de los diferentes riesgos que presenta la Empresa se determinará el riesgo que este presenta para los accionistas de acuerdo a la siguiente tabla:

Tabla 11
Riesgo del sector

Rango	Puntuación	Riesgo	Calificación
Mayor o igual a 12	1	1.2 / 2.2 / 6	3
Entre 5 y 11	0.5	4 / 5 / 7	1.5
Menor o igual a 4	0.25	1.1 / 2 / 3	0.75
Total Riesgo Sector			5.25

CAPÍTULO IV

VALORACIÓN DE LA EMPRESA INTCOMEX S.A., MEDIANTE EL MÉTODO DE FLUJO DE CAJA DESCONTADOS

4.1 Análisis financiero

El análisis financiero es el estudio que se hace de la información contable, mediante la utilización de indicadores y razones financieras.

La contabilidad representa y refleja la realidad económica y financiera de la empresa, de modo que es necesario interpretar y analizar esa información para poder entender a profundidad el origen y comportamiento de los recursos de la empresa.

Muchos de los problemas de la empresa se pueden anticipar interpretando la información contable, pues esta refleja cada síntoma negativo o positivo que vaya presentando la empresa en la medida en que se van sucediendo los hechos económicos.

Los estados financieros pueden ser analizados mediante el Análisis horizontal y vertical. (Gerencie.com, 2013)

4.1.1 Análisis Horizontal

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.

Los valores obtenidos en el análisis horizontal, pueden ser comparados con las metas de crecimiento y desempeño fijadas por la empresa, para evaluar la eficiencia y eficacia de la administración en la gestión de los recursos, puesto que los resultados económicos de una empresa son el resultado de las decisiones administrativas que se hayan tomado.

La información aquí obtenida es de gran utilidad para realizar proyecciones y fijar nuevas metas, puesto que una vez identificadas las causas y las consecuencias del comportamiento financiero de la empresa, se debe proceder a mejorar los puntos o aspectos considerados débiles, se deben diseñar estrategias para aprovechar los puntos o aspectos fuertes, y se deben tomar medidas para prevenir las consecuencias negativas que se puedan anticipar como producto del análisis realizado a los Estados financieros. (Gerencie.com)

Se analizarán las cuentas que tengan una variación significativa entre año y año.

Tabla 12
Análisis Horizontal del Balance General 2012 – 2013 - 2014

Cuentas	Años			2012 Vs. 2013		2013 Vs. 2014	
	2012	2013	2014	Variación Absoluta	Variación Relativa	Variación Absoluta	Variación Relativa
Activos							
Activos corrientes							
Efectivo	1,771,440	1,832,477	634,437	61,037	3%	(1,198,040)	-65%
Activos financieros	16,269,932	21,115,439	17,886,627	4,845,507	30%	(3,228,812)	-15%
Inventario	9,916,108	9,903,252	14,148,102	(12,856)	0%	4,244,850	43%
Activos por impuestos corrientes	123,435	331,721	389,501	208,286	169%	57,780	17%
Total activo corriente	28,080,915	33,182,889	33,058,667	5,101,974		(124,222)	
Activos no corrientes							
Propiedad planta y equipo	207,447	326,630	308,079	119,183	57%	(18,551)	-6%
Activo por impuesto diferido	334,792	267,287	417,425	(67,505)	-20%	150,138	56%
Activos financieros no corrientes	84,890	374,873	512,930	289,983	342%	138,057	37%
Otros activos no corrientes	19,320	19,320	19,320	-	0%	-	0%
Total activo no corriente	646,449	988,110	1,257,754	341,661		269,644	
Total activos	28,727,364	34,170,999	34,316,421	5,443,635		145,422	
Pasivos							
Pasivos corrientes							
Cuentas por pagar	17,964,707	17,402,559	14,091,154	(562,148)	-3%	(3,311,405)	-19%
Otras obligaciones corrientes	1,493,704	2,132,855	2,095,888	639,151	43%	(36,967)	-2%
Cuentas por pagar diversas / relacionadas	3,090	3,058,610	5,855,297	3,055,520	98884%	2,796,687	91%
Otros pasivos financieros	7,422	3,363	51,857	(4,059)	-55%	48,494	1442%
Total pasivo corriente	19,468,923	22,597,387	22,094,196	3,128,464		(503,191)	
Pasivos no corrientes							
Provisiones por beneficios a empleados	285,883	358,593	435,349	72,710	25%	76,756	21%
Total pasivo no corriente	285,883	358,593	435,349	72,710		76,756	
Total pasivos	19,754,806	22,955,980	22,529,545	3,201,174		(426,435)	
Patrimonio							
Capital social	2,062,375	2,062,375	2,062,375	-	0%	-	0%
Reserva legal	45,916	45,916	270,162	-	0%	224,246	488%
Resultados acumulados	6,747,565	8,990,026	9,337,637	2,242,461	33%	347,611	4%
Resultados acumulados por adopción de NIIF	116,702	116,702	116,702	-	0%	-	0%
Total patrimonio	8,972,558	11,215,019	11,786,876	2,242,461		571,857	
Total pasivos y Patrimonio	28,727,364	34,170,999	34,316,421	5,443,635		145,422	

Los principales motivos y razones de las variaciones significativas entre los años 2012, 2013 y 2014 del balance general de la Compañía son:

Efectivo

El efectivo de la Empresa entre los años 2012 y 2013 tuvo una variación positiva del 3%, lo que no es significativo para nuestro análisis. A dic 31, 2014 la variación fue negativa de US\$ 1, 198,040 que representa el 65%. En el año 2014, existió un mayor uso del dinero y la liquidez disminuyó, debido a que se compraron activos fijos y además con una mayor cantidad de inventario en comparación con años anteriores.

Activos Financieros

Los activos financieros de la compañía entre el año 2012 y 2013 tuvieron una variación positiva de US\$ 4, 845,507 representando el 30%. Entre el año 2013 y 2014 existió una variación negativa de US\$ 3, 228,812 representando el 15%. Las principales razones de la variación en los activos financieros en los años 2012, 2013 y 2014, son los siguientes:

Tabla 13

Activos Financieros 2012, 2013 y 2014

	Dic 31, 2012	Dic 31, 2013	Dic 31, 2014
Cuentas por cobrar clientes	15,883,139	20,310,096	15,979,486
Cuentas por cobrar relacionadas	70,726	87,639	1,162,156
Otras cuentas por cobrar	1,402,945	1,534,224	1,231,313
(-) Provisión de cuentas incobrables	(1,086,878)	(816,520)	(486,328)
Total	16,269,932	21,115,439	17,886,627

La principal razón del aumento se debe a que en el año 2013 existió mayor publicidad por lo que las ventas fueron mayores, por lo que las ventas entre el año 2012 y 2013 subieron. En lo que corresponde al año 2014 existió una menor cantidad de ventas, debido

a las políticas de gobierno aplicadas, lo cual perjudicaron a que la Empresa tenga mayor nivel de ganancia.

Las cuentas por cobrar a relacionadas comprende valores pendientes de cobro por fondos de mercadeo, reembolsos de sueldos, etc., sin embargo entre los años 2012, 2013 y 2014 no existió una variación significativa.

En lo que se refiere a otras cuentas por cobrar existió un aumento de US\$ 131,279 entre el año 2012 y 2013. A dic 31, 2014 las otras cuentas por cobrar disminuyeron en US\$ 302,911. Las otras cuentas por cobrar representan valores por cobrar a proveedores con las que se tiene relación directa, por concepto de protecciones de precios, fondos de mercadeo, etc. Estos valores son recuperados periódicamente en base a las políticas de reembolso de cada una de las marcas.

La provisión de cuentas incobrables disminuyó en US\$ 270,358 al 2013 y al 2014 disminuyó en US\$ 330,192, por lo que es evidente que la gestión de recuperación de cartera es óptima, debido a que la cartera aumentó, pero la provisión de incobrables disminuyó.

Inventario

El inventario entre el año 2012 y 2013 no presentó una variación significativa. Entre el año 2013 y 2014 la variación fue positiva de US\$ 4, 244,850 que porcentualmente es el 43%. Para cerrar el año 2014 la Empresa se stockeo, debido a que los precios y la crisis durante el año 2015 iban a ser mayores, por lo que como Estrategia de la Empresa para tener una mayor ganancia, realizó compras de inventario en grandes volúmenes.

Activos por impuestos corrientes

El saldo de impuestos corrientes entre los años 2012 y 2013, tuvo una variación positiva de US\$ 208,286, representando el 169%. Entre el año 2013 y 2014 la variación positiva fue de US\$ 57,780 que porcentualmente es el 17%. El saldo corresponde a retenciones en la fuente de impuesto a la renta efectuado por los clientes de la Empresa.

Propiedad, planta y equipo

Entre los años 2012 y 2013, existió una variación positiva de 119,183 que porcentualmente es el 57%. La principal variación se debe a que la Empresa por su nivel de crecimiento y para brindarle un mejor servicio a su cliente en la entrega de la mercadería en un tiempo menor, realizó la adquisición de vehículos por un valor de US\$ 103,000. Entre el año 2013 y 2014 existió una variación insignificante negativa de 18,551, que representa el 6% .A continuación se presenta el detalle de activos fijos neto entre los años 2012, 2013 2014.

Tabla 14

Detalle de activos fijos 2012, 2013, 2014

	Dic 31, 2012	Dic 31, 2013	Dic 31, 2014
Maquinaria y equipo de oficina	20,647	20,105	22,261
Muebles y enseres	69,737	72,079	62,382
Equipos de computación	78,753	73,235	69,426
Vehículos	24,483	128,103	106,645
Mejores a locales arrendados	13,827	33,108	47,365
Costo Neto	207,447	326,630	308,079

Activo por impuesto diferido

El impuesto a la renta para los períodos futuros es reconocido usando el método del pasivo sobre las diferencias temporarias entre la base tributaria y contable de los activos y pasivos en la fecha del estado de situación financiera.

Los activos por impuesto diferido se reconocen para todas las diferencias temporarias deducibles y por la compensación futura de créditos fiscales y pérdidas tributarias amortizables, en la medida en que sea probable la disponibilidad de la utilidad tributaria futura contra las cuales imputar esos créditos fiscales o pérdidas tributarias amortizables.

Entre el año 2012 y 2013 existió una variación negativa de US\$ 67,505 que porcentualmente representa el 20%. La principal razón por la que el activo diferido disminuye se debe a que por la buena gestión de recuperación de cartera, la provisión de incobrables fue menor para el año 2013, por lo que el gasto deducible para efectos de declaración de impuesto a la renta fue mayor.

Durante el año 2013 y 2014, el activo por impuesto diferido aumentó US\$ 150,138, que representa el 56%. Las principales razones por lo que el saldo del activo diferido aumentó se debe a que el saldo de cuentas por pagar al exterior a Dic 31, 2014, fue mayor a las del 2013, por lo que la provisión de impuesto a la salida de divisas aumenta en US\$ 104,221. La provisión de inventarios aumenta en US\$ 57,405, y la principal razón de esta variación es que al tener una mayor cantidad de inventarios al cierre del año 2014, la provisión por obsolescencia y valor neto realizable va a ser mayor.

A continuación se presenta el saldo del activo por impuesto diferido:

Tabla 15

Activo diferido 2012, 2013 y 2014

	Dic 31, 2012	Dic 31, 2013	Dic 31, 2014
Impuesto a la salida de divisas	167,808	155,077	259,298
Inventarios	54,906	55,932	113,337
Obligaciones por beneficios empleados	25,717	31,045	44,790
Cuentas por cobrar	84,711	25,233	-
Bonos a ejecutivos	1,650	-	-
Total activo por impuesto diferido	334,792	267,287	417,425

Activos financieros no corrientes

Los activos financieros no corrientes, corresponden daciones de pagos realizadas por sus clientes. Al 31 de diciembre de 2013, existió una variación positiva de US\$ 289,983 que porcentualmente representa el 342%, La variación principalmente corresponde a un terreno de 6 hectáreas en la vía Guayas – Manabí a 1 km después de Lomas Sargentillo recibido en dación en pago de una deuda. La compañía ha registrado el inmueble a valor razonable de realización establecido en US\$ 49,983 y se encuentra puesto a la venta.

Además se tiene recibido como dación de pago las oficinas No. 92 y 93 del Conjunto Habitacional Parque Real avaluada en US\$ 240,000.

Entre el año 2013 y 2014 existió una variación de US\$ 138,057, que representa el 37%. La variación entre el año 2013 y 2014 se debe a que los activos financieros no corrientes recibidos en el 2013 no pudieron ser vendidos. Se indagó con la empresa y manifestó que no pudieron ser vendidos por que la administración pretende vender en el año 2016. Además durante el año 2014 se recibió como dación de pago un inmueble ubicado en la ciudad de Quito, sector Cumbaya en la urbanización primavera por el valor de US\$ 138,057 que representa la variación entre el año 2013 y 2014.

Otros activos no corrientes

Los otros activos no corrientes, comprenden 19,320 por garantías entregadas a los arrendatarios de las propiedades en donde la compañía desarrolla sus operaciones y serán recuperados al vencimiento de los contratos de renta.

Cuentas por pagar

Dentro de las cuentas por pagar se registran los saldos de proveedores por compras de mercaderías, así como cuentas por pagar por importaciones en tránsito; el plazo de crédito de los proveedores se encuentra entre 45 y 60 días.

Entre los años 2012 y 2013 existió una variación negativa de US\$ 497,031, representando el 3% y entre el año 2013 y 2014 disminuyó en US\$ 3, 311,406 que representa el 19%.

Otras obligaciones corrientes

En la cuenta otras obligaciones corrientes, entre los años 2012 y 2013 existió una variación positiva de US\$ 639,51, que representa el 43%. Entre los años 2013 y 2014 existió una variación negativa de 36,967, que representa el 2%. A continuación se presenta detalladamente la variación por cada rubro:

Tabla 16**Otras obligaciones corrientes 2012, 2013 y 2014**

	Dic 31, 2012	Dic 31, 2013	Dic 31, 2014
Obligaciones con la administración tributaria	978,112	1,365,209	1,606,488
Obligaciones con el IESS	47,757	51,036	57,844
Beneficios de empleados	162,928	194,726	233,197
Participación a trabajadores	304,907	521,884	198,359
Total otras obligaciones corrientes	1,493,704	2,132,855	2,095,888

Las obligaciones con la administración tributaria principalmente consiste de retenciones en la fuente del Impuesto al Valor Agregado (IVA) y retenciones de impuesto a la renta (IR), que la compañía efectúa a los proveedores de bienes y servicios, en base las disposiciones legales vigentes y los liquida en forma mensual con la administración tributaria. Esta cuenta incluye el impuesto a la salida de divisas (ISD), que grava todas las transferencias en efectivo que se realizan a beneficiarios en el exterior, la tasa del impuesto fue del 5%. Al tratarse de un impuesto no recuperable, la empresa por política provisiona este valor en base al valor FOB facturado por los proveedores y es atribuido al costo del producto importado; la provisión se regulariza al momento del pago al exterior.

Las obligaciones con el IESS corresponden a retenciones de aportes patronales y personales, así como cuotas de préstamos quirografarios de los empleados de la Empresa.

Los beneficios de empleados corresponden a provisiones de beneficios sociales acumulados en favor de los empleados.

Cuentas por pagar diversas / relacionadas

Entre los años 2012 y 2013 existió una variación de US\$ 3, 055,520 representando el 98,884% y entre el año 2013 y 2014 una variación positiva de US\$ 2, 796,687, que representa el 91%. La composición y análisis de las cuentas por pagar diversas / relacionadas se muestra a continuación:

Tabla 17**Cuentas por pagar relacionadas 2012, 2013 y 2014**

	Dic 31, 2012	Dic 31, 2013	Dic 31, 2014
Computación Monrenca	3,090	6,110	12,402
Intcomex S.A.	-	3,052,500	3,204,583
Intcomex Servicios financieros	-	-	2,638,312
Total cuentas por pagar diversas / relacionadas	3,090	3,058,610	5,855,297

La cuenta por pagar a Computación Monrenca corresponde al saldo pendiente de pago a INTCOMEX Panamá por los costos de renovación de una garantía en favor de Hewlett Packard por un millón de dólares pagados por cuenta de INTCOMEX Ecuador S.A.

La cuenta por pagar a Intcomex S.A. corresponde a un préstamo concedido por INTCOMEX Chile a un año plazo, con vencimiento en agosto del 2014, más los intereses pagaderos al vencimiento a una tasa del 5% anual, este crédito fue registrado en el Banco Central del Ecuador.

La cuenta por pagar a Intcomex Servicios Financieros corresponde al saldo pendiente de pago de la cobranza del factoring realizada por Ecuador.

Otros pasivos financieros

Los otros pasivos financieros entre los años 2012 y 2013 tuvieron una variación negativa de US\$ 4,059 representando el 55% y entre el año 2013 y 2014 existió una variación positiva de US\$ 48,494 que representa el 1442%. Dentro de esta cuenta se registran valores de anticipo para sus órdenes pendientes de facturación.

Provisión por beneficios a empleados

En la cuenta de provisión a empleados entre los años 2012 y 2013, existió una variación positiva de US\$ 72,710 que representa el 25% y entre los años 2013 y 2014 existió una variación positiva de US\$ 76,756 que representa el 21%.

Los saldos de la cuenta de obligaciones por beneficios a empleados se presentan a continuación:

Tabla 18

Obligaciones por beneficios a empleados 2012, 2013 y 2014

	Dic 31, 2012	Dic 31, 2013	Dic 31, 2014
Jubilación patronal	217,419	272,325	340,708
Bonificación por desahucio	68,464	86,268	94,641
Total otros pasivos corrientes	285,883	358,593	435,349

Jubilación patronal.- Conforme a disposiciones del Código del Trabajo Ecuatoriano, los trabajadores que por veinte años o más hubieren prestado sus servicios en forma continuada o interrumpida, tendrán derecho a ser jubilados por sus empleadores sin perjuicio de la jubilación que les corresponde en su condición de afiliados al Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social

Bonificación por desahucio.- Conforme a disposiciones del Código del Trabajo Ecuatoriano, en los casos de terminación de la relación laboral por desahucio solicitado por el empleador o por el trabajador, el empleador bonificará al trabajador con el 25% del equivalente a la última remuneración mensual por cada uno de los años de servicio prestados a la misma empresa o empleador.

Reserva legal

La reserva legal únicamente tuvo movimiento en el año 2014 que aumentó en US\$ 224,246. Este valor fue transferido desde la utilidad del año 2014.

Resultados acumulados

Los resultados acumulados entre el año 2012 y 2013, tuvo una variación negativa de US\$ 2,242,461 que representa el 33% y para el año 2014 una variación de 347,611, que representa el 4%. La variación negativa a que en el año 2014 les afectó las salvaguardas arancelarias.

Tabla 19**Análisis Horizontal del Estado de resultados Integrales 2012 – 2013 – 2014**

Cuentas	Años			2012 Vs. 2013		2013 Vs. 2014	
	2012	2013	2014	Variación Absoluta	Variación Relativa	Variación Absoluta	Variación Relativa
Ingresos	83,516,879	100,318,470	111,089,850	16,801,591	20%	10,771,380	11%
Costo de ventas	76,758,525	92,179,925	101,886,384	15,421,400	20%	9,706,459	11%
UTILIDAD BRUTA	6,758,354	8,138,545	9,203,466				
Gastos de administración y ventas	(4,725,641)	(4,699,180)	(7,912,721)	26,461	-1%	(3,213,541)	68%
UTILIDAD OPERACIONAL	2,032,713	3,439,365	1,290,745				
Participación a trabajadores	(304,907)	(521,884)	(198,359)	(216,977)	71%	323,525	-62%
Impuesto a las ganancias	(561,263)	(675,020)	(520,529)	(113,757)	20%	154,491	-23%
UTILIDAD NETA	1,166,543	2,242,461	571,857	1,075,918	92%	(1,670,604)	-74%

Los principales motivos y razones de las variaciones significativas entre los años 2012, 2013 y 2014 del Estado de resultados de la Compañía son:

Ingresos

Los ingresos y costos de la Empresa aumentaron proporcionalmente en los 3 años de análisis.

Los ingresos entre los años 2012 vs. 2013 y 2013 vs. 2014, han subido en un 20% y 11% respectivamente. Podemos observar que en el periodo 2012 vs 2013 existe un incremento del 20%, que corresponde a que la Empresa ha aumentado el portafolio de productos tecnológicos, por lo que existe mayor variedad y mejor calidad de bienes y también porque se firmó un contrato con el gobierno central para renovar los equipos tecnológicos de las instituciones públicas por el valor de US5, 000,000.

Entre los años 2013 y 2014 podemos observar que los ingresos aumentaron en un 11%. Este porcentaje es inferior al del periodo anterior y la razón principal es que durante el año 2014, el Gobierno Central ha implementado políticas de restricción de importaciones y de productos tecnológicos, con el fin de que en el Ecuador la balanza comercial pueda estar cerca del punto del equilibrio y que exista una mayor producción de tecnología en el Ecuador.

Sin embargo la gestión de la Dirección de la Empresa ha sido eficiente, debido a que los ingresos aumentaron entre periodo y periodo.

Gastos de administración y ventas

Entre los años 2012, 2013 y 2014, los gastos de administración y venta disminuyeron en un 1% y crecieron en un 68% respectivamente.

Entre los años 2012 y 2013 existió una disminución del 1%, debido principalmente a que durante el año 2013 existió una buena gestión de cartera por lo que no existe gasto de provisión de incobrables de cartera. Aproximadamente en el año 2012 el valor de gasto de provisión de cartera fue de US\$ 400,000.

Entre los años 2013 y 2014, existió un aumento del 68%, correspondiente principalmente a que en el año 2014 existió una mayor cantidad de empleados, por lo que los gastos de sueldos, salarios y demás remuneraciones aumentaron significativamente. Además el incremento se debe a que en el año 2014 la compañía se stockeo de inventario, por lo que el gasto de provisión por obsolescencia y de valor neto realizable es considerable, aproximadamente aumentó en US\$ 260.000.

4.1.2 Análisis Vertical

El análisis financiero dispone de dos herramientas para interpretar y analizar los estados financieros denomina Análisis horizontal y vertical, que consiste en determinar el peso proporcional (en porcentaje) que tiene cada cuenta dentro del estado financiero analizado. Esto permite determinar la composición y estructura de los estados financieros.

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.

El análisis vertical de un estado financiero permite identificar con claridad cómo está compuesta financieramente la Empresa. Una vez determinada la estructura y composición del estado financiero, se procede a interpretar dicha información. Para esto, cada empresa es un caso particular que se debe evaluar individualmente, puesto que no existen reglas

que se puedan generalizar, aunque si existen pautas que permiten vislumbrar si una determinada situación puede ser negativa o positiva. (Gerencie.com)

Tabla 20
Análisis Vertical del Balance General 2012, 2013 y 2014

Cuentas	Años			Análisis Vertical		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Activos						
Activos corrientes						
Efectivo	1,771,440	1,832,477	634,437	6%	5%	2%
Activos financieros	16,269,932	21,115,439	17,886,627	57%	62%	52%
Inventario	9,916,108	9,903,252	14,148,102	35%	29%	41%
Activos por impuestos corrientes	123,435	331,721	389,501	0%	1%	1%
Total activo corriente	28,080,915	33,182,889	33,058,667	98%	97%	96%
Activos no corrientes						
Propiedad planta y equipo	207,447	326,630	308,079	1%	1%	1%
Activo por impuesto diferido	334,792	267,287	417,425	1%	1%	1%
Activos financieros no corrientes	84,890	374,873	512,930	0%	1%	1%
Otros activos no corrientes	19,320	19,320	19,320	0%	0%	0%
Total activo no corriente	646,449	988,110	1,257,754	2%	3%	4%
Total activos	28,727,364	34,170,999	34,316,421	100%	100%	100%
Pasivos						
Pasivos corrientes						
Cuentas por pagar	17,964,707	17,402,559	14,091,154	91%	76%	63%
Otras obligaciones corrientes	1,493,704	2,132,855	2,095,888	8%	9%	9%
Cuentas por pagar diversas / relacionadas	3,090	3,058,610	5,855,297	0%	13%	26%
Otros pasivos financieros	7,422	3,363	51,857	0%	0%	0%
Total pasivo corriente	19,468,923	22,597,387	22,094,196	99%	98%	98%
Pasivos no corrientes						
Provisiones por beneficios a empleados	285,883	358,593	435,349	1%	2%	2%
Total pasivo no corriente	285,883	358,593	435,349	1%	2%	2%
Total pasivos	19,754,806	22,955,980	22,529,545	100%	100%	100%
Patrimonio						
Capital social	2,062,375	2,062,375	2,062,375	23%	18%	17%
Reserva legal	45,916	45,916	270,162	1%	0%	2%
Resultados acumulados	6,747,565	8,990,026	9,337,637	75%	80%	79%
Resultados acumulados por adopción de NIIF	116,702	116,702	116,702	1%	1%	1%
Total patrimonio	8,972,558	11,215,019	11,786,876	100%	100%	100%
Total pasivos y Patrimonio	28,727,364	34,170,999	34,316,421			

Análisis de Activos

La composición gráfica de los activos de la Empresa durante los años 2012, 2013 y 2014 está compuesta de la siguiente manera:

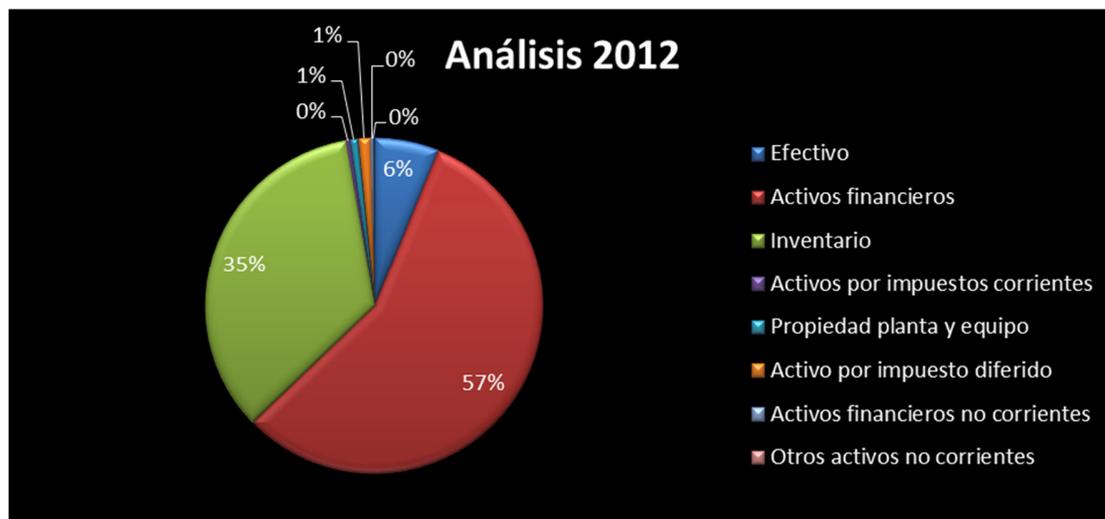


Figura 20 Análisis de activos 2012

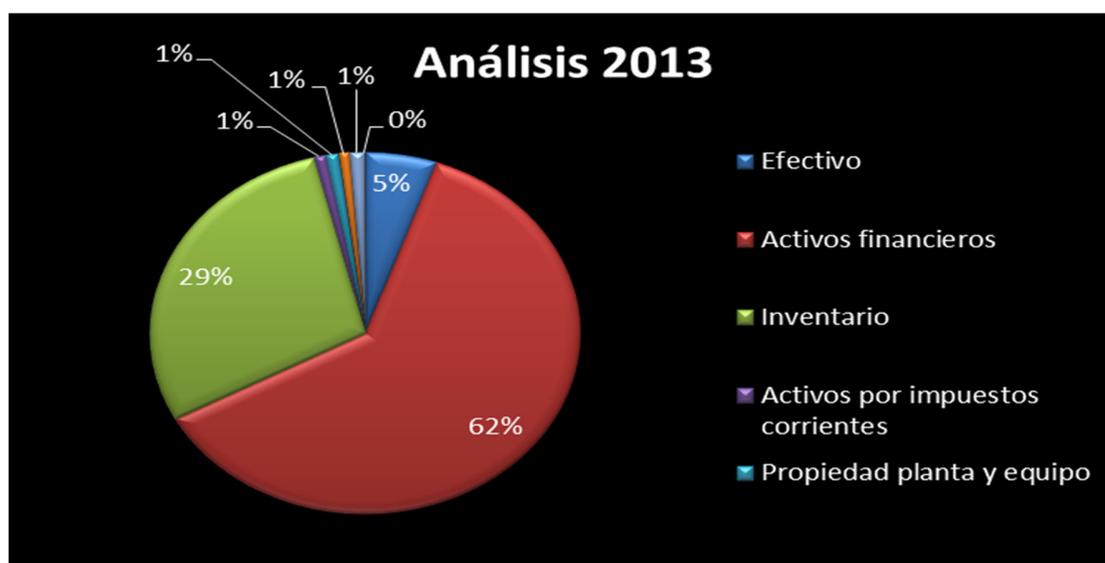


Figura 21 Análisis de activos 2013

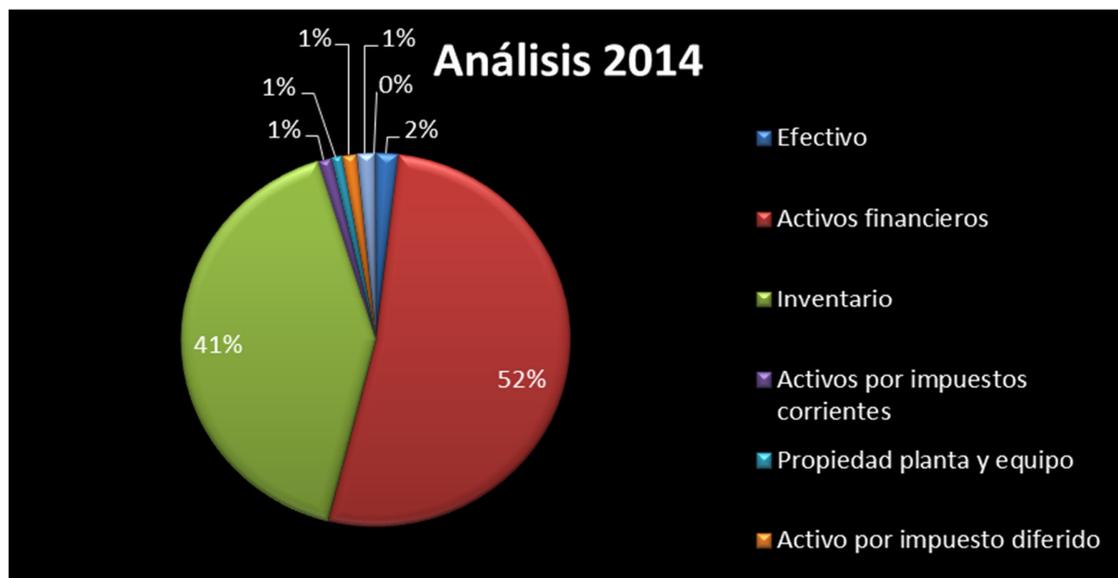


Figura 22 Análisis de activos 2014

Como se puede observar en la composición de los activos de la Empresa de los años 2012, 2013 y 2014, han existido variaciones principalmente en efectivo, activos financieros e inventario.

En el año 2012 y 2013, el efectivo de la Empresa representaba el 6% y 5% correspondientemente, lo que indica ese dinero no generaba ninguna rentabilidad. En el año 2014 la Empresa decidió invertir el exceso de efectivo en la adquisición de propiedad, planta y equipo y generando una mayor producción que se ve reflejado en el inventario.

Referente a las cuentas por cobrar, se puede observar que el año 2014 es el periodo en el cual ha existido una mejor gestión de cartera debido a que los activos financieros representa el 52% que es el valor más bajo en los últimos 3 años.

El inventario de la Empresa en el año 2014 representa el 41% del total de activos, que es el valor más alto en los últimos 3 años. La Empresa durante el año 2014 se stockeo de inventario con el fin de obtener un ahorro en el costo del bien.

Análisis de Pasivos

La composición gráfica de los pasivos de la Empresa durante los años 2012, 2013 y 2014 está compuesta de la siguiente manera:

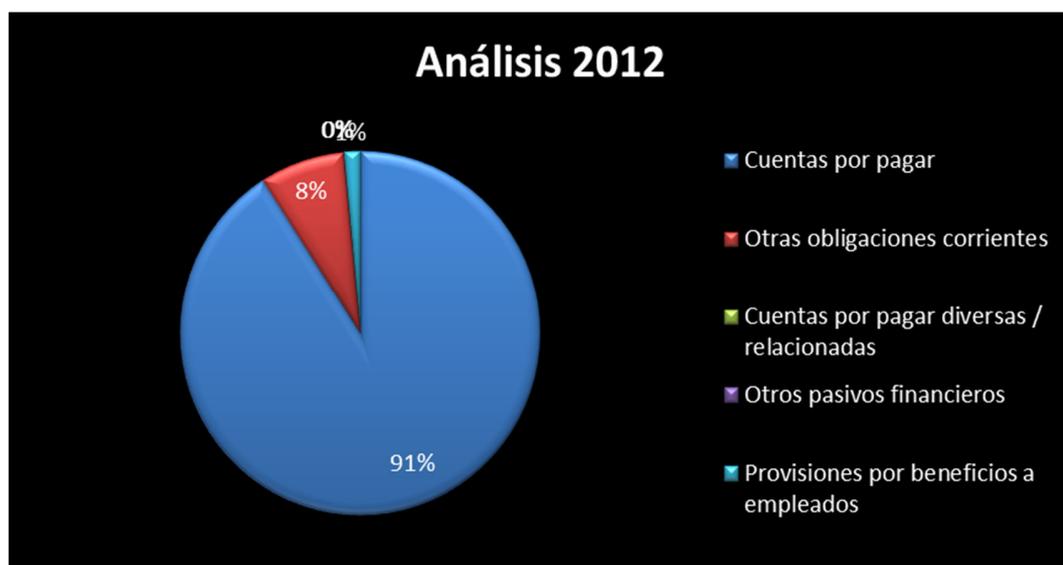


Figura 23 Análisis de pasivos 2012

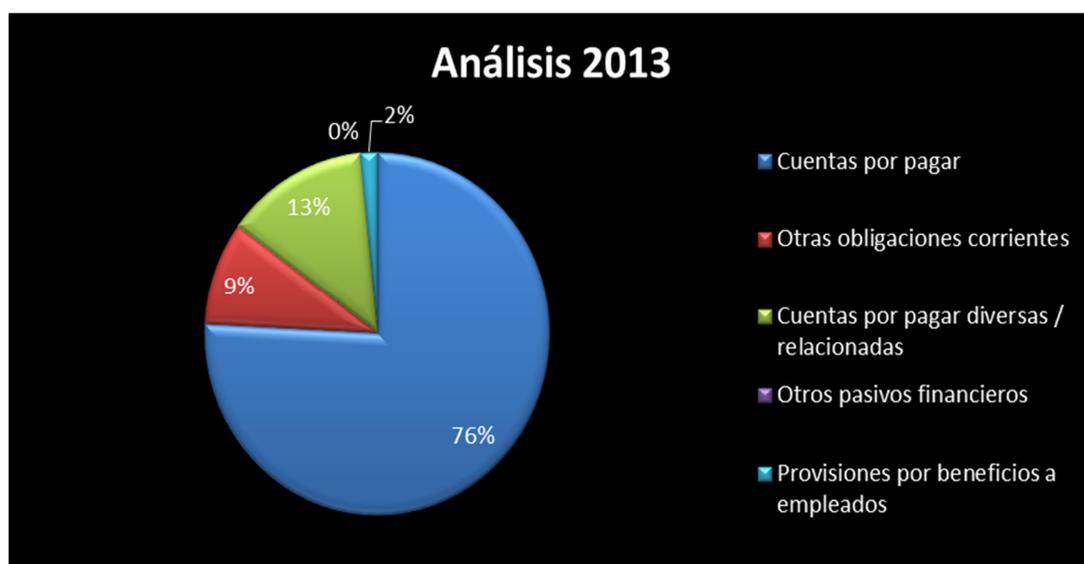


Figura 24 Análisis de pasivos 2013

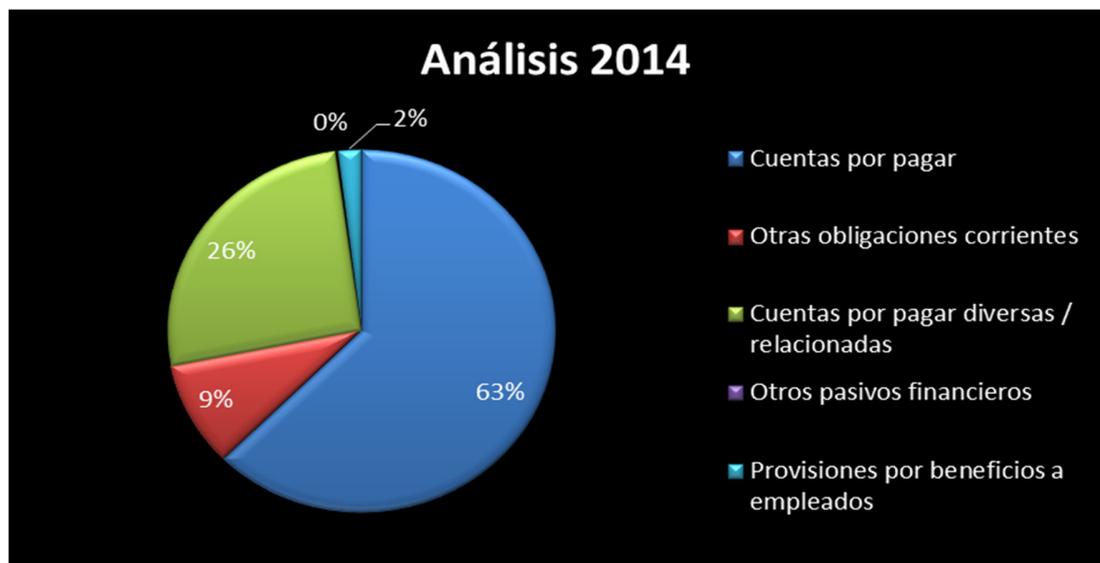


Figura 25 Análisis de pasivos 2014

Los pasivos de la Empresa en los últimos 3 años no han tenido mayor variación.

Un cambio importante en la composición de los pasivos es que la Empresa desde el año 2013 comienza a diversificar sus cuentas por pagar debido a que comienza a adquirir inventario a sus relacionadas, por lo que en el año 2013 y 2014 el saldo por pagar a compañías relacionadas es 13% y 26% respectivamente.

Las otras obligaciones corrientes comprenden las cuentas por pagar de impuestos y beneficios a corto plazo no ha tenido mayor variación durante los 3 últimos años.

Análisis de Patrimonio

La composición gráfica del patrimonio de la Empresa durante los años 2012, 2013 y 2014 está compuesta de la siguiente manera:

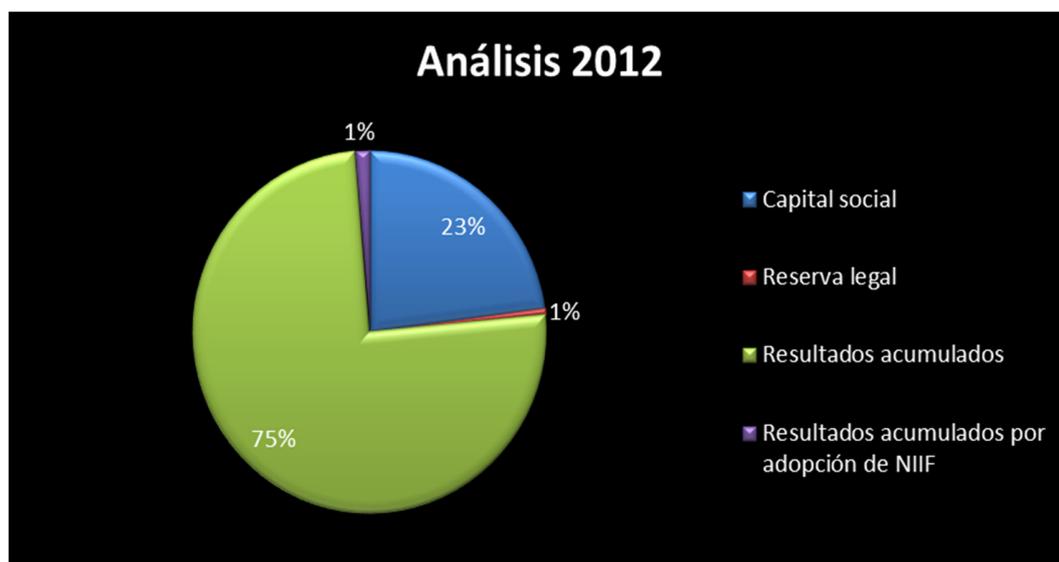


Figura 26 Análisis de patrimonio 2012

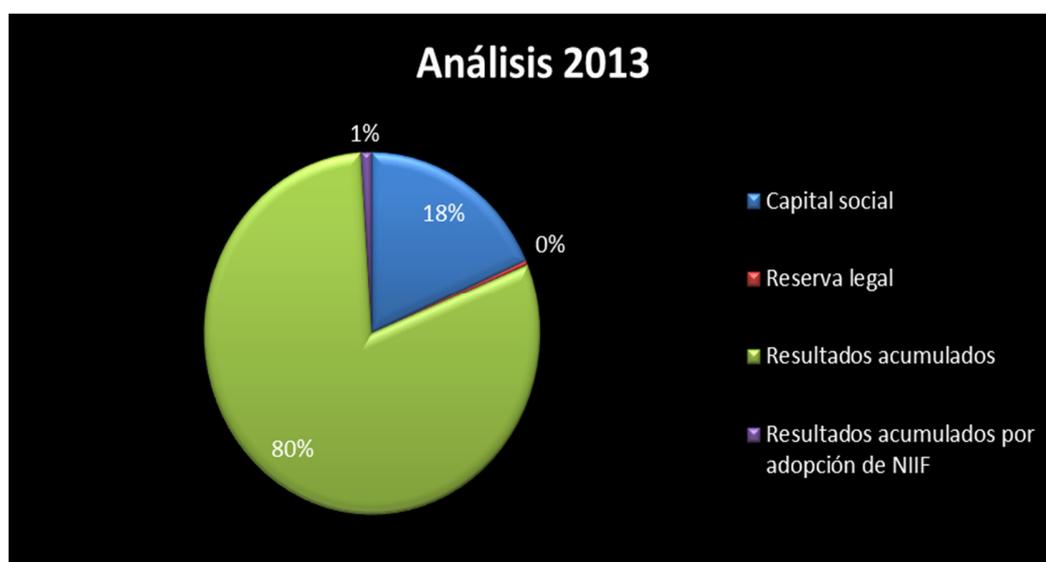


Figura 27 Análisis de patrimonio 2013

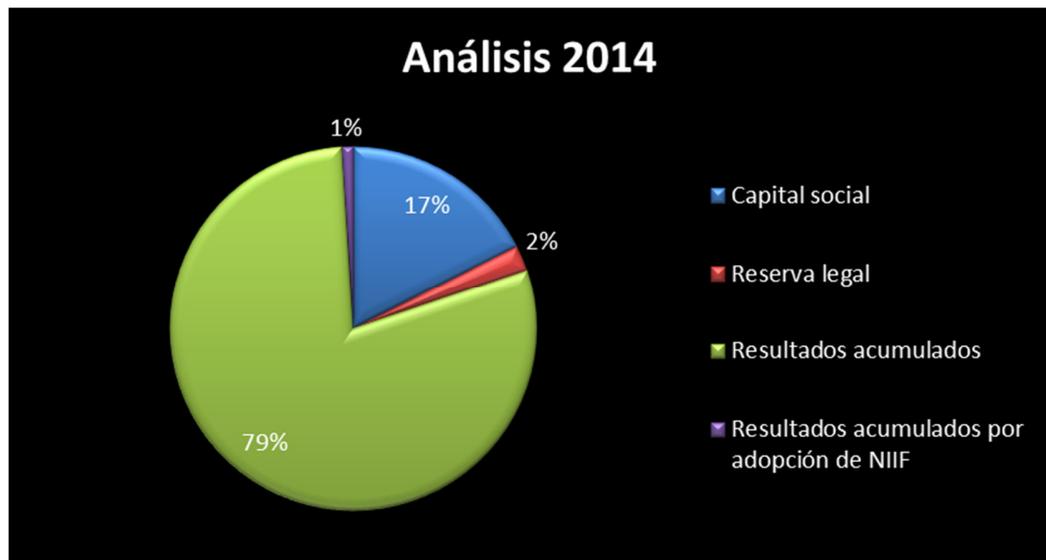


Figura 28 Análisis de patrimonio 2014

El patrimonio de la Empresa se encuentra conformado por:

- Capital social
- Reserva legal
- Resultados acumulados
- Resultados acumulados por adopción de NIIF

El capital social de la Empresa y los resultados acumulados por adopción de las NIIF no han tenido ningún movimiento entre los años 2012, 2013 y 2014.

Los resultados acumulados de la Empresa han tenido movimiento todos los años, debido a que dentro de esta cuenta se registra la utilidad neta del año.

En el año 2014 la Empresa incluyó un valor de US\$ 224,246 en la reserva legal que fue constituida a partir de la utilidad del año 2014. De acuerdo con la legislación vigente ecuatoriana toda sociedad anónima debe registrar una reserva legal equivalente al 10% de las utilidades netas de cada año, hasta alcanzar el 50% del capital social. Esta reserva no puede ser distribuida a los accionistas, excepto en caso de liquidación de la Empresa, pero puede ser utilizada para absorber pérdidas futuras o para aumentar el capital.

Tabla 21

Análisis Vertical del Estado de resultados Integrales 2012 – 2013 – 2014

Cuentas	Años			Análisis Vertical		
	2012	2013	2014	2012	2013	2014
Ingresos	83,516,879	100,318,470	111,089,850	100.0%	100.0%	100.0%
Costo de ventas	76,758,525	92,179,925	101,886,384	91.9%	91.9%	91.7%
UTILIDAD BRUTA	6,758,354	8,138,545	9,203,466			
Gastos de administración y ventas	(4,725,641)	(4,699,180)	(7,912,721)	5.7%	4.7%	7.1%
UTILIDAD OPERACIONAL	2,032,713	3,439,365	1,290,745			
Participación a trabajadores	(304,907)	(521,884)	(198,359)	0.4%	0.5%	0.2%
Impuesto a las ganancias	(561,263)	(675,020)	(520,529)	0.7%	0.7%	0.5%
UTILIDAD NETA	1,166,543	2,242,461	571,857	1.4%	2.2%	0.5%

La composición gráfica del estado de resultados de los años 2012, 2013 y 2014 se presentan a continuación.

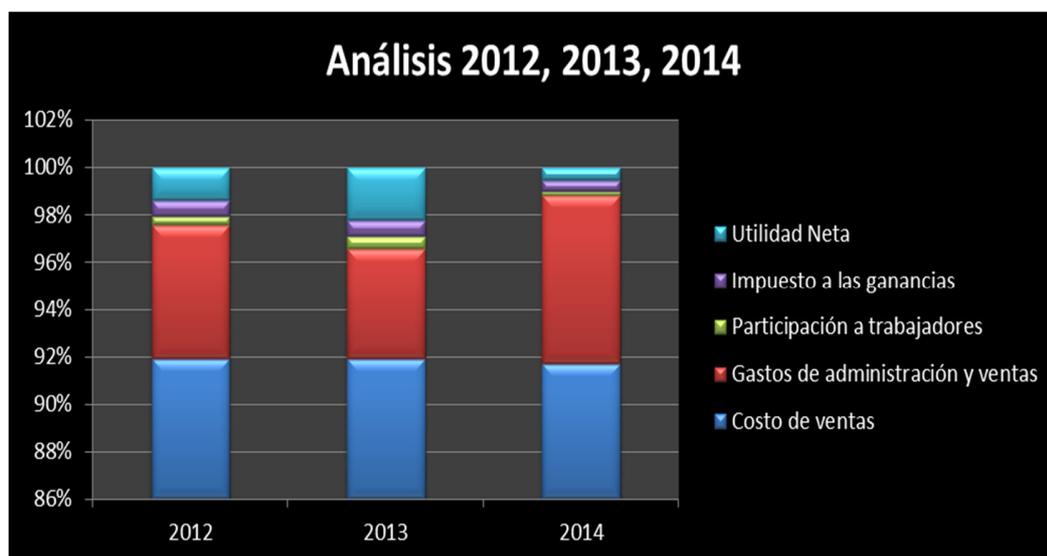


Figura 29 Composición Estado de resultados 2012, 2013 y 2014

Costo de ventas

Como se puede observar en el análisis realizado, los costos de ventas representan el 92% en los años 2012, 2013 y 2014. Básicamente el costo de ventas está compuesto por los productos que son comprados a su relacionada y a los diferentes proveedores. No ha existido mayor variación entre el costo de ventas y el ingreso debido a que en los 3 últimos años ha sido constante.

Gastos de administración y ventas

Los gastos de administración y ventas entre los años 2012 y 2013 existió una disminución de 5%, y entre los años 2013 y 2014 aumentaron en un 7%. A continuación se presenta los gastos de administración y venta más detalladamente:

Tabla 22

Composición de los gastos administrativos y de ventas

Cuenta	2012	2013	2014
Sueldos, salarios y demás remuneraciones	1,787,661	2,173,571	2,702,413
Aportes a la seguridad social	360,809	488,881	889,338
Beneficios sociales e indemnizaciones	383,682	492,247	982,040
Transporte	263,956	353,335	811,546
Incobrables	408,643	-	-
Obsolescencia	110,920	4,666	260,931
Impuestos, contribuciones	203,949	-	119,531
Arrendamiento operativo	93,680	219,301	228,831
Depreciaciones	116,046	114,173	131,279
Promoción y publicidad	91,053	18,921	12,493
Agua, energía y telecomunicaciones	87,261	89,099	96,640
Gastos de viaje	98,865	101,284	127,797
Mantenimiento y reparación	92,399	82,399	111,857
Honorarios, comisiones y dietas	63,973	53,973	64,036
Jubilación patronal y desahucio	62,699	52,699	28,935
Combustible	26,821	16,821	15,957
Seguros y reaseguros	55,838	45,838	52,296
Gastos de gestión	26,485	16,485	489,187
Amortizaciones	10,386	386	1,038
Otros gastos	380,515	375,101	786,576
Total	4,725,641	4,699,180	7,912,721

Como se puede observar en el análisis previamente realizado, el gasto de administración es el factor más representativo después del costo de ventas. Entre los rubros más importantes y representativos está el gasto de nómina y los gastos de provisión de incobrables de cartera, obsolescencia, valor neto realizable de inventario y depreciación de maquinaria y equipo. Durante el año 2014 existe un rubro importante en gastos de gestión y se debe a que con el fin de aumentar las ventas a nivel nacional se espera la apertura de nuevos locales, por lo que la Gerencia de la Empresa, para poder cumplir dicho objetivo ha incurrido en varios gastos de gestión.

4.2 Análisis de razones financieras

Las razones financieras son indicadores utilizados en el mundo de las finanzas para medir o cuantificar la realidad económica y financiera de una empresa o unidad evaluada, y su capacidad para asumir las diferentes obligaciones a que se haga cargo para poder desarrollar su objeto social.

La información que genera la contabilidad y que se resume en los estados financieros, debe ser interpretada y analizada para poder comprender el estado de la empresa al momento de generar dicha información, y una forma de hacerlo es mediante una serie de indicadores que permiten analizar las partes que componen la estructura financiera de la empresa.

Las razones financieras permiten hacer comparativas entre los diferentes periodos contables o económicos de la empresa para conocer cuál ha sido el comportamiento de esta durante el tiempo y así poder hacer por ejemplo proyecciones a corto, mediano y largo plazo, simplemente hacer evaluaciones sobre resultados pasados para tomar correctivos si a ello hubiere lugar. (Gerencie.com, 2013)

4.2.1 Razones de liquidez

Las razones de liquidez permiten identificar el grado o índice de liquidez con que cuenta la empresa para cubrir las obligaciones en el corto plazo. Es importante mencionar

que toda empresa debe contar con una liquidez adecuada con el fin de estar preparado ante situaciones adversas.

Entre las razones de liquidez tenemos las siguientes:

- Razón corriente
- Prueba ácida
- Capital de trabajo

Tabla 23
Razones de liquidez

Índice	Fórmula	2012	2013	2014
Razón corriente	$\frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo corriente}}$	1.44	1.47	1.50
Prueba ácida	$\frac{\text{Activo corriente} - \text{inventarios}}{\text{Pasivo corriente}}$	0.93	1.03	0.86
Capital de trabajo	Activo corriente - pasivo corriente	8,611,992	10,585,502	10,964,471

La Empresa INTCOMEX S.A durante el año 2014, presenta una razón corriente de 1.50, la cual tiene una tendencia creciente con respecto a los dos años anteriores. La capacidad de pago de la Empresa es buena y cuenta con liquidez que permita cubrir las obligaciones del corto plazo, debido a que por cada dólar de endeudamiento se tiene US\$ 1.50 para cubrir la obligación.

La razón de la prueba ácida de la Empresa no considera el inventario y durante los años 2012 y 2014 es menor a 1, lo que indica que en el caso de tener que cubrir alguna obligación en el corto plazo, no estaría en la capacidad idónea de cubrir, a menos que el inventario sea vendido. Es razonable que la Empresa INTCOMEX S.A., tenga un monto significativo en inventarios ya que es una Empresa que distribuye equipos de tecnología, y durante el año 2014 se stockeo para tener un inventario a un menor costo.

El capital de trabajo de la Empresa, siempre es positivo y presenta un resultado eficiente para los intereses de la Empresa, debido que una vez cancelada y liquidadas todas las obligaciones corrientes, le queda US\$ 10, 964,471 para cubrir las obligaciones que

surgen en el giro normal del negocio. Se puede además observar que el capital de trabajo fue ascendiendo en los 3 últimos años.

4.2.2 Razones de actividad

Las razones de actividad, permite medir y conocer la frecuencia con las que ciertas cuentas específicas del balance general y estado de resultados se convierten en efectivo. Las razones de actividad permiten analizar la eficiencia y efectividad de la gestión de la administración de la Empresa. Las razones de actividad son las siguientes:

- Rotación de cuentas por cobrar
- Plazo medio de cobros
- Rotación de inventarios
- Plazo medio de inventarios
- Rotación de cuentas por pagar proveedores
- Plazo medio de pagos proveedores
- Rotación de activos totales
- Rotación de activos fijos

Tabla 24
Razones de actividad

Índice	Fórmula	2012	2013	2014
Rotación de cuentas por cobrar	$\frac{\text{Ventas}}{\text{Cuentas por cobrar}}$	5.13	4.75	6.21
Plazo medio de cobros	$\frac{360}{\text{Rotación cuentas por cobrar}}$	70.13	75.77	57.96
Rotación de inventarios	$\frac{\text{Costo de ventas}}{\text{Inventarios}}$	7.74	9.31	7.20
Plazo medio de inventarios	$\frac{360}{\text{Rotación de inventarios}}$	46.51	38.68	49.99
Rotación de cuentas por pagar proveedores	$\frac{\text{Compras}}{\text{Cuenta por pagar}}$	3.90	3.42	3.51
Plazo medio de pagos proveedores	$\frac{360}{\text{Rotación cuentas por pagar proveed.}}$	92.41	105.23	102.58
Rotación de activos totales	$\frac{\text{Ventas}}{\text{Activo total}}$	2.91	2.94	3.24
Rotación de activos fijos	$\frac{\text{Ventas}}{\text{Activo fijo}}$	402.59	307.13	360.59

La Empresa INTCOMEX S.A. en los últimos 3 años, cuenta con rotación de inventarios favorable debido a que las cuentas por cobrar en el año 2014 es de 6.21, es decir que aproximadamente cobra cada 60 días. La política de la empresa es otorgar un plazo de 3 meses, por lo que los cobros se encuentran dentro de la política establecida de la Empresa. En los 3 últimos años el plazo medio de cobros ha disminuido, demostrando que tiene una pronta recuperación de cartera y una gestión eficiente de cobros.

La rotación de inventarios en el año 2014 disminuyó en comparación con los años anteriores, debido a que en el 2014 el inventario rota 7.20 veces en el año, es decir que cada aproximadamente 50 días el inventario se vende y se realiza una nueva compra - importación de bienes de tecnología. Debido a que el inventario de la Empresa INTCOMEX S.A., es básicamente tecnología, la cual sufre un cambio y actualización constante, no es recomendable que la compañía presente una rotación mayor a 60 días, ya que se volvería obsoleto o poco atractivo para el mercado.

La rotación de cuentas por pagar a proveedores ha sido constante en los 3 últimos años y es óptima para la Empresa, debido a que se realizan compras aproximadamente 4 veces al año. El plazo medio de proveedores del año 2014 es de 102.58 lo que indica que el proveedor le ofrece un plazo promedio de pago de más de 3 meses lo que es una buena estrategia para la Empresa, debido a que se está financiando las operaciones con dinero ajeno y sin un costo de interés.

Con respecto a las razones financieras de los activos, podemos observar que por cada dólar que la Empresa invierte en sus activos totales, estos le generan ventas de US\$ 2.91, US\$ 2.94 y US\$ 3.24 para los años 2012, 2013 y 2014 respectivamente, mientras que considerando solamente los activos fijos totales.

Mientras que considerando solamente los activos fijos, estos le generaron ventas de US\$ 402.59 US\$ 307.13 y US\$ 360.59 respectivamente, esto se debe a que la Empresa por el giro del negocio no tiene la necesidad de realizar una fuerte inversión en los activos fijos (Propiedad, planta y equipo). Cabe mencionar que el activo fijo de la Empresa es el cuarto rubro más representativo de los activos.

4.2.3 Razones de endeudamiento

El indicador de endeudamiento, permite medir la capacidad a corto y largo plazo de que la Empresa contraiga obligaciones. Para medir la capacidad de endeudamiento se analiza las contribuciones que realizan los acreedores con relación al aporte entregado por los propietarios para financiar los activos. Con el análisis de los indicadores de endeudamiento se puede tomar decisiones de acuerdo al riesgo que corren los acreedores y los dueños de la Empresa y la conveniencia de endeudarse o pagar en efectivo.

Las razones de endeudamiento son las siguientes:

- Razón de endeudamiento total
- Apalancamiento financiero
- Endeudamiento del activo fijo

Tabla 25
Razones de endeudamiento

Índice	Fórmula	2012	2013	2014
Razón de endeudamiento total	$\frac{\text{Pasivo total}}{\text{Activo total}}$	0.69	0.67	0.66
Apalancamiento financiero	$\frac{\text{Pasivo total}}{\text{Patrimonio}}$	2.20	2.05	1.91
Endeudamiento del activo fijo	$\frac{\text{Patrimonio}}{\text{Activo Fijo}}$	43.25	34.34	38.26

INTCOMEX S.A., durante en los 3 últimos años presenta una razón de endeudamiento total de US\$ 0.69, US\$ 0.67 y US\$ 0.66 para el año 2012, 2013 y 2014 respectivamente, lo que significa que los acreedores de la Empresa tienen una participación del 66% en la financiación de los activos, es decir que por cada US\$ 100 que la Empresa tiene en activos, se adeudan US\$ 66. Esta razón de endeudamiento se considera que se encuentra dentro de los parámetros de la Empresa, debido a que se tiene una alta rotación de cuentas por cobrar, que permite cubrir las obligaciones contraídas a corto plazo.

En el apalancamiento financiero en el año 2014, podemos observar que la Empresa trabaja en una mayor proporción con los acreedores externos lo que es favorable, debido a que los proveedores ofrecen un periodo de pago hasta de 90 días, por lo cual se está financiando sin un costo de interés.

El indicador de endeudamiento del activo fijo, permite observar que la Empresa cuenta con la capacidad suficiente para la adquisición de propiedad planta y equipo con dinero de los accionistas. Este indicador no es muy importante para la Empresa, debido a que el activo fijo no es un factor importante dentro del giro del negocio.

4.2.4 Razones de rentabilidad

Con estas razones se pretende medir el nivel o grado de rentabilidad que obtiene la empresa ya sea con respecto a las ventas, con respecto al monto de los activos de la empresa o respecto al capital aportado por los socios.

Las razones de rentabilidad son:

- Margen bruto de utilidad
- Margen operacional de utilidad
- Margen neto de utilidad
- Rentabilidad sobre los activos
- Rentabilidad sobre el patrimonio
- Sistema Dupont

Tabla 26
Razones de rentabilidad

Índice	Fórmula	2012	2013	2014
Margen bruto de utilidad	$\frac{\text{Utilidad bruta en ventas}}{\text{Ventas}}$	0.08	0.08	0.08
Margen operacional de utilidad	$\frac{\text{Utilidad operacional}}{\text{Ventas}}$	0.02	0.03	0.01
Margen neto de utilidad	$\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Ventas}}$	0.01	0.02	0.01
Rentabilidad sobre los activos	$\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Activos}}$	0.04	0.07	0.02
Rentabilidad sobre el patrimonio	$\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Patrimonio}}$	0.13	0.20	0.05
Sistema Dupont	$\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Ventas}}$	0.01	0.02	0.01
	$\frac{\text{Ventas}}{\text{Activo total}}$	2.91	2.94	3.24
	$\frac{\text{Utilidad neta} * \text{Ventas netas}}{\text{Ventas netas} * \text{Activo total}}$	0.04	0.07	0.02

El margen bruto de utilidad indica que para los años 2012, 2013 y 2014 el margen bruto después de descontar el costo de ventas es del 8%, al ser una constante todos los años, podemos ver que la compañía maneja un margen de utilidad para todos los periodos del 8%.

El margen operacional en el año 2012, 2013 y 2014 es del 2%, 3% y 1%, lo que indica que no ha existido una mayor variación en los 3 últimos años. Las pequeñas variaciones analizadas anteriormente se deben a que la Empresa anualmente presupuesta lo correspondiente al gasto de ventas y administración, por lo que siempre buscar las mejores condiciones con el fin de conseguir precios bajos pero con un servicio y producto de calidad.

El margen neto de utilidad representa el 1%, 2% y 1% respectivamente para los años 2012, 2013 y 2014. Podemos observar que en el año 2014 el margen neto de utilidad disminuye en un punto porcentual, debido a los costos adicionales que la Empresa tuvo que incurrir para la importación de la tecnología que vende. El costo de los productos subió por las salvaguardias y por las políticas del gobierno aplicadas.

La rentabilidad sobre los activos, indica que para el año 2014 se generó una utilidad del 2% en función a los activos de la Empresa y la rentabilidad sobre el patrimonio en el año 2014 es del 5%. Es decir que por cada 100 dólares invertidos, se ha obtenido de utilidad sobre los activos de 2 dólares y sobre el patrimonio de 5 dólares. Es evidente que las diferentes políticas de Gobierno han disminuido la rentabilidad, ya que en el año 2013 se tiene mejores resultados que en el año 2014.

Del análisis del sistema dupont, podemos observar que el rendimiento sobre la inversión en el año 2014 es del 2%, el cual se origina principalmente por la eficiencia en el uso de los recursos propios que emplea la Empresa para efectuar las ventas, que asciende al 324%, mientras que el margen neto de utilidad de tales ventas asciende únicamente al 1% del rendimiento obtenido.

4.3 Valoración a través del método de flujos de caja descontados

Una vez realizado el análisis de los factores internos y externos de la Empresa tomando en consideración aspectos cuantitativos y cualitativos, es importante definir el periodo de tiempo al cual se va a realizar la proyección de los estados financieros, con el fin de poder realizar la valoración de la Empresa.

Es importante definir el tiempo para el cual se van a realizar las proyecciones financieras y se va a realizar la valoración de la Empresa INTCOMEX S.A. Debido a que la valoración de empresas se realiza en función a hipótesis y perspectivas de crecimiento, se ha creído conveniente realizar la proyección de los flujos de caja para un tiempo de 5 años. No se ha optado realizar la valoración por un tiempo mayor a 5 años, ya que se puede obtener resultados alejados de la realidad.

4.3.1 Proyección de estados financieros

4.3.1.1 Estado de resultados integrales

La línea de ventas es una de las partidas más relevantes de todas las proyecciones financieras puesto que de ella dimana el resto de la cuenta de resultados. Por tanto, antes de comenzar con las previsiones futuras de ventas de la compañía, hemos de tener una base sólida como principio de nuestra proyección para poder construir sobre ella un plan de ventas que se sustente. (Sanjurjo, 2003)

Para la proyección de los estados financieros se mantuvo una reunión con el Gerente Financiero de la Empresa (Rubén Pinto), el cual ya lleva 7 años laborando en INTCOMEX S.A.

4.3.1.1.1 Ventas

Hoy en día vivimos en un mundo globalizado en el que la tecnología se encuentra en constante crecimiento y avance, por lo que día a día existen nuevos dispositivos con una mayor variedad de servicios. El mercado de la tecnología a nivel mundial es bien amplio, debido a que las personas y empresas se encuentran pendientes de los últimos productos, por lo que las ventas aumentan paulatinamente, adicional a esto, las personas tienen un mayor acceso a la tecnología.

Para la proyección de las ventas, se realizará en función al comportamiento histórico y a la reunión que se mantuvo con el Gerente Financiero de la Empresa. Durante la reunión Rubén, mencionó que todos los años las ventas aumentan en diferentes porcentajes que según lo histórico es del 15%. Entre el año 2012 y 2013, el porcentaje de crecimiento fue del 20% lo cual fue algo inusual, y la razón principal fue que existió un contrato con el Gobierno Central por el valor aproximado de US\$ 5,000, 000.

Entre el año 2013 y 2014 el crecimiento fue menor de lo histórico y la razón principal fue las políticas de Gobierno.

Entre los años 2012 y 2013, el crecimiento de las ventas fue del 20%, mientras que para los periodos 2013 y 2014 el nivel de crecimiento fue del 11%. El Gerente Financiero manifestó que la principal razón por el descenso del nivel de ventas fue la recesión económica que se vive tanto a nivel nacional como local. Durante el año 2015 se implementó las salvaguardias arancelarias a diferentes productos, entre los cuales se encuentra la tecnología. Debido a lo mencionado anteriormente y según lo comentado por el Gerente General se espera que para el año 2015 el nivel de crecimiento de las ventas se mantengan constantes, es decir del 11%.

4.3.1.1.2 Costo de ventas

De acuerdo al análisis vertical realizado del estado de resultados integrales, podemos observar que las ventas y el costo de ventas crecen a un nivel proporcional. El margen de ganancia en los años 2012, 2013 y 2014 es del 8%, por lo que las proyecciones financieras se realizarán en función al porcentaje de crecimiento de las ventas.

4.3.1.1.3 Gastos de administración y ventas

Los gastos administrativos y ventas comprenden varios rubros importantes tales como: sueldos y salarios, constitución de provisiones, transporte, gastos de gestión y depreciaciones, los cuales permiten que la Empresa continúe con el giro normal del negocio.

Para realizar la proyección de los gastos, se realizará en función al índice macroeconómico de la inflación. El Banco Central del Ecuador, realiza previsiones macroeconómicas de la inflación para 5 años. La última previsión fue realizada en el año 2014 y tiene la proyección hasta el año 2018, por lo que para realizar las proyecciones financieras para los años 2015 al 2018 se tomará en cuenta las previsiones del Banco Central del Ecuador y para el año 2019 se realizará en función al promedio de la inflación de los últimos 5 años.

Las previsiones financieras para los años 2014 – 2018 son las siguientes:



Previsiones de Inflación para los años 2014 - 2018

Años	2014	2015	2016	2017	2018
inflación promedio	3.62	3.90	3.66	3.49	3.35

Figura 30 Previsiones financieros años 2014 – 2018

Fuente: Banco Central del Ecuador

La tasa de inflación para el año 2019 será el promedio de las últimas 5 tasas, que es 3.60

Debido a que la depreciación de activos fijos está estrechamente relacionada con las compras realizadas anualmente, se realizará un análisis por separado.

4.3.1.1.4 Gastos de depreciación

El valor del gasto de depreciación de propiedad, planta y equipo, se realizará en función del detalle de activos fijos con los que cuenta la Empresa. Para la proyección del gasto de depreciación se utilizó el método de línea recta, teniendo en cuenta las vidas útiles que establece el Servicio de Rentas Internas.

Existen ciertos activos fijos como equipos de computación y vehículos que tienen una vida útil hasta el 2015 y 2018 respectivamente, por lo que la Empresa para seguir el giro normal de sus operaciones es necesaria la adquisición de nuevos activos fijos. A continuación se muestra el detalle, adquisiciones y las proyecciones del gasto de depreciación de activos fijos.

Tabla 27**Detalle de activos fijos a Dic 31, 2014**

Activo Fijo	Cantidad	Valor de adquisición	% Depreciación	Año de adquisición	Fin depreciación	Años depreciados	Depreciación anual	Depreciación acumulada	Valor en libros
Edificios	1	132,409	5%	2001	2021	13	6,620	86,065.85	46,343
Muebles y enseres	5	43,654	10%	2010	2020	4	4,365	17,461.60	26,192
Equipo de oficina	30	23,456	10%	2011	2021	3	2,346	7,036.80	16,419
Equipos de computación	125	297,564	33.33%	2012	2015	2	99,178	198,356.16	99,208
Vehículos	3	149,895	20%	2013	2018	1	29,979	29,979.00	119,916
Valor en libros activo fijo		646,978					142,489	338,899	308,079

Tabla 28**Proyección de adquisición de activos fijos**

Activo Fijo	Cantidad	Valor de adquisición	% Depreciación	Año de adquisición	Fin depreciación	Años depreciados	Depreciación anual	Depreciación acumulada	Valor en libros
Equipos de computación	100	199,900	10%	2016	2026	-	19,990	-	199,900
Vehículos	2	150,000	33.33%	2019	2024	-	49,995	-	150,000
Adquisiciones de activos fijos		349,900					69,985	-	349,900

Tabla 29**Proyección del gasto depreciación 2015 - 2019**

Activo fijo	Fin depreciación	2015	2016	2017	2018	2019
Edificios	2021	6,620	6,620	6,620	6,620	6,620
Muebles y enseres	2020	4,365	4,365	4,365	4,365	4,365
Equipo de oficina	2021	2,346	2,346	2,346	2,346	2,346
Equipos de computación	2015	99,178	19,990	19,990	19,990	19,990
Vehículos	2018	29,979	29,979	29,979	29,979	49,995
Total gasto depreciación proyectado		144,504	65,316	65,317	65,318	85,335

4.3.1.2 Proyección del Estado de Resultados

El Estado de resultados integrales para el periodo 2015 – 2019 se realizará en función de las proyecciones de los ingresos, costos, gastos administrativos, ventas y depreciación tal como se muestra a continuación:

Tabla 30
Proyección del Estado de resultados 2015 - 2019

Cuentas	Años				
	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos	92,703,736	102,901,147	114,220,273	126,784,503	140,730,798
Costo de ventas	85,287,437	94,669,055	105,082,651	116,641,743	129,472,334
UTILIDAD BRUTA	7,416,299	8,232,092	9,137,622	10,142,760	11,258,464
Gastos de administración y ventas	(7,043,569)	(7,301,363)	(7,556,181)	(7,809,313)	(8,090,448)
Gastos depreciación	(144,504)	(65,316)	(65,317)	(65,318)	(85,335)
UTILIDAD OPERACIONAL	228,227	865,412	1,516,123	2,268,129	3,082,680
Participación a trabajadores	34,234	129,812	227,419	340,219	462,402
Impuesto a las ganancias	220,695	836,853	1,466,091	2,193,281	2,980,952
UTILIDAD NETA	483,156	1,832,077	3,209,633	4,801,629	6,526,034

4.3.1.3 Balance General

De las cuentas del Balance General se proyectaran cuentas específicas, las cuales resultan necesarias para la estimación de los flujos de caja futuros, como son las cuentas por cobrar, los inventarios, las cuentas por pagar y el activo fijo que ya fue proyectado en la sección anterior.

4.3.1.1 Cuentas por cobrar

El periodo de rotación de las cuentas por cobrar, tiene relación directa con las ventas, por lo que para proyectar las cuentas por cobrar utilizaremos el índice de la rotación de las cuentas por cobrar, que en el caso de INTCOMEX S.A., para el año 2014 fue de 6.21.

Tabla 31**Proyección de cuentas por cobrar 2015 - 2019**

Rotación de cuentas por cobrar	6.21
Plazo medio de cobros	57.96

Detalle	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos proyectados	92,703,736	102,901,147	114,220,273	126,784,503	140,730,798
Cuentas por cobrar proyectadas	14,926,270	16,568,160	18,390,658	20,413,630	22,659,129

4.3.1.2 Inventarios

El inventario mantenido en stock tiene relación directa con el costo de ventas, por lo que para realizar la proyección del inventario se realizará con la rotación de inventario, que para el año 2014 fue de 7.20.

Tabla 32**Proyección de inventario 2015 - 2019**

Rotación de inventarios	7.20
Plazo medio de inventarios	49.99

Detalle	2015	2016	2017	2018	2019
Costo de ventas proyectados	85,287,437	94,669,055	105,082,651	116,641,743	129,472,334
Inventario proyectado	11,843,146	13,145,892	14,591,941	16,197,054	17,978,730

4.3.1.3 Cuentas por pagar

Para determinar las proyecciones de las cuentas por pagar, tomaremos en cuenta la rotación de las cuentas por pagar y como base el costo de ventas ya que se relaciona directamente con las compras y por ende con los proveedores. En el año 2014, la rotación de cuentas por pagar fue de 3.51.

Tabla 33
Proyección de cuentas por pagar 2015 - 2019

Rotación de cuentas por pagar proveedores	3.51
Plazo medio de pagos proveedores	102.58

Detalle	2015	2016	2017	2018	2019
Costo de ventas proyectados	85,287,437	94,669,055	105,082,651	116,641,743	129,472,334
Cuentas por pagar proyectado	24,302,595	26,975,881	29,943,228	33,236,983	36,893,051

4.3.2 Determinación de los flujos de caja libre

Una vez realizado la proyección de los Estados financieros de la Empresa, procedemos a determinar el flujo de caja libre. Para la determinación de los flujos de caja futuros, es necesario proyectar la inversión de en activos fijos y el capital de trabajo.

4.3.2.1 Inversiones en activos

La mayoría de activos fijos de la Empresa, fueron comprados a partir del año 2010, excepto el edificio que fue adquirido en el año 2011. De acuerdo a lo indagado con el Gerente Financiero, la Empresa en los próximos años, únicamente adquirirá equipo de computación y vehículos, por el valor de US\$ 349,900.

Referente a los activos fijos de muebles y enseres, edificios y equipos de oficina, la Gerencia no tiene la intención de realizar compras, debido a que con lo que cuentan actualmente les permite seguir con el giro normal de las operaciones.

Tabla 34
Proyección de adquisición de activos fijos 2015 - 2019

Activo Fijo	Cantidad	Valor de adquisición	% Depreciación	Año de adquisición	Fin depreciación	Años depreciados	Depreciación anual	Depreciación acumulada	Valor en libros
Equipos de computación	100	199,900	10%	2016	2026	-	19,990	-	199,900
Vehículos	2	150,000	33.33%	2019	2024	-	49,995	-	150,000
Adquisiciones de activos fijos		349,900				-	69,985	-	349,900

4.3.2.2 Capital de trabajo

La proyección del incremento del capital de trabajo, se realizará a partir de las proyecciones de las cuentas del Balance General tales como cuentas por cobrar, inventarios y cuentas por pagar que fue realizado anteriormente.

Tabla 35
Proyección capital de trabajo

Detalle	2015	2016	2017	2018	2019
Cuentas por cobrar	14,926,270	16,568,160	18,390,658	20,413,630	22,659,129
(+) Inventarios	11,843,146	13,145,892	14,591,941	16,197,054	17,978,730
(-) Cuentas por pagar	(24,302,595)	(26,975,881)	(29,943,228)	(33,236,983)	(36,893,051)
(=) Capital de trabajo neto	2,466,821	2,738,172	3,039,371	3,373,701	3,744,808
Incrementos del capital	-	271,350	301,199	334,331	371,107

4.3.2.3 Flujo de caja libre

A continuación se presenta el flujo de caja libre proyectado para los años 2015 – 2019.

Tabla 36
Flujo de caja libre

Cuentas	2015	2016	2017	2018	2019
Utilidad Neta	483,156	1,832,077	3,209,633	4,801,629	6,526,034
(+) Depreciación	144,504	144,504	65,317	65,318	85,335
(-) Inversión en activos fijos	-	(199,900)	-	-	(150,000)
(-) Incremento en capital de trabajo	-	(271,350)	(301,199)	(334,331)	(371,107)
Flujos de caja libre	627,659	1,505,330	2,973,752	4,532,616	6,090,262

4.3.2.4 Tasa de descuento

Los flujos de caja futuros deberán ser descontados a una tasa de descuento con el fin de determinar el valor presente de los flujos.

El WACC (del inglés Weighted Average Cost of Capital) denominado en español Coste Medio Ponderado de Capital (CMPC) o Promedio Ponderado del Costo de Capital. Se trata de la tasa de descuento que debe utilizarse para descontar los flujos de fondos operativos para valuar una empresa utilizando el descuento de flujos de fondos. (WIKIPEDIA, 2015)

a) Determinación del costo de oportunidad de los accionistas (k_e)

El costo de oportunidad de una decisión económica que tiene varias alternativas, es el valor de la mejor opción no realizada. Es decir que hace referencia a lo que una persona deja de ganar o de disfrutar, cuando elige una alternativa entre varias disponibles. Además el costo de oportunidad es una variable importante, debido a que es el valor que el accionista espera recibir una vez cubierto todos los riesgos.

Para determinar el costo de oportunidad se tomará en cuenta variables como:

Rendimiento de los bonos de EEUU

Riesgo País

Inflación

Riesgo de la Industria

Debido a que Ecuador es un país dolarizado, estamos estrechamente relacionados con la moneda que pueda emitir Estados Unidos, debido a que la emisión de la moneda está garantizada por la inversión en los bonos del tesoro de los Estados Unidos.

La inflación y el riesgo país son indicadores macroeconómicos importantes para las personas u organizaciones que deseen invertir en Ecuador, debido a que el riesgo país representa el riesgo de recuperar la inversión.

El riesgo de la industria es una variable determinada por la situación actual en la que se encuentra la Empresa, considerando factores externos y externos. El análisis fue

realizado en el capítulo 3 y una vez analizado los riesgos se obtuvo una calificación de 4.25%.

Tabla 37
Costo de oportunidad

Variable	Porcentaje
Rendimiento de los bonos de EEUU	2.74%
Riesgo país	12.99%
Inflación	4.36%
Riesgo de la industria	5.25%
Total	25.34%

b) Determinación de la tasa de descuento WACC

Para calcular el costo promedio ponderado de capital, se utilizará la siguiente fórmula:

$$WACC = k_e \frac{CAA}{CAA + D} + k_d(1 - t) \frac{D}{CAA + D}$$

Dónde:

Ke: Costo de oportunidad: 25.34%

CAA: Capital aportado por los accionistas: US\$ 2, 062,375

D: Deuda financiera: La empresa tiene préstamos con su relacionada la cual no genera ningún tipo de interés, son obligaciones a corto plazo

Kd: Costo de la deuda: 9.78%

T: Tasa de impuestos: 33.70% (15% Part. Trabajadores + 22% Imp. Renta)

Reemplazando los datos en la fórmula:

$$WACC = 25.34\% \frac{2,062,375}{2,062,375 + 0} + 9.78\%(1 - 33.70\%) \frac{0}{2,062,375 + 0}$$

$$WACC = 25.34\%$$

4.3.2.5 Valor residual

La mayoría de las proyecciones financieras abarcan periodos de 5 y 10 años, sin embargo lo más probable es que al final de dichos periodos, a la empresa aún le queden años de funcionamiento, por lo que es importante calcular el valor en ese momento, este valor es conocido como valor residual. (Realp, 2008)

El enfoque más preciso para calcular el valor residual es el de renta perpetua, para lo cual es necesario conocer la tasa de crecimiento que está dado por la siguiente fórmula:

$$g = b * ROE$$

Dónde b es el coeficiente de la utilidad retenida para la utilidad neta.

$$b = \frac{\text{Utilidad Retenida}}{\text{Utilidad neta}}$$

$$b = \frac{9,337,637}{571,857}$$

$$b = 16.33$$

$$ROE = 0.05$$

$$g = 0.82$$

La fórmula para el cálculo del valor residual es la siguiente:

$$VR_n = \frac{FCFn (1 + g)}{WACC - g}$$

$$VR_{2019} = \frac{6,090,262 (1 + 0.82\%)}{25.34\% - 0.82\%}$$

$$VR_{2019} = 25,041,607$$

4.3.2.6 Valor de la Empresa INTCOMEX S.A.

Para conocer el valor de la Empresa INTCOMEX S.A., es necesario descontar los flujos futuros incluido el valor residual a valor presente. El valor de la Empresa es de US\$ 14, 869,336, tal como se muestra a continuación:

Tabla 38

Valor de la Empresa INTCOMEX S.A.

Cuentas	2015	2016	2017	2018	2019
Utilidad Neta	483,156	1,832,077	3,209,633	4,801,629	6,526,034
(+) Depreciación	144,504	144,504	65,317	65,318	85,335
(-) Inversión en activos fijos	-	(199,900)	-	-	(150,000)
(-) Incremento en capital de trabajo	-	(271,350)	(301,199)	(334,331)	(371,107)
Flujos de caja libre	627,659	1,505,330	2,973,752	4,532,616	6,090,262
Valor residual	-	-	-	-	25,041,607
Flujo de caja Total	627,659	1,505,330	2,973,752	4,532,616	31,131,869
Flujo de caja descontados	500,765	958,192	1,510,204	1,836,497	10,063,678
VALOR DE LA EMPRESA	14,869,336				

4.4 Análisis de sensibilidad

Toda proyección financiera está realizada en función a variables internas y externas que a lo largo de la vida de la Empresa impactará positivamente como negativamente, de acuerdo al sector en el que opere la industria, por lo que para una proyección más certera realizaremos un análisis en el cual las variables favorezcan para tener un mejor resultado – escenario optimista – y variables en la cual afecten negativamente a las operaciones de la Empresa – escenario pesimista -.

4.4.1 Escenario optimista

Para la proyección del escenario optimista, realizaremos las siguientes suposiciones:

- Las ventas aumentarán anualmente en un 15%, que es el promedio del crecimiento de los dos últimos años.
- El costo de ventas siempre tiene la relación del 8% en función a las ventas, por lo que no existirá cambio.
- Los gastos de administración y ventas se mantendrán en crecimiento de acuerdo a la inflación proyectada.
- Se adquirirá una menor cantidad de activos fijos, debido a que los que posee, todavía tienen la capacidad de seguir operando hasta el año 2019, excepto en lo que se refiere a Equipo de computación.

De acuerdo a las suposiciones comentadas anteriormente se procede a realizar las proyecciones.

Tabla 39
Estado de Resultados - Escenario optimista

Cuentas	Años				
	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos	96,044,411	110,451,072	127,018,733	146,071,543	167,982,275
Costo de ventas	88,360,858	101,614,987	116,857,235	134,385,820	154,543,693
UTILIDAD BRUTA	7,683,553	8,836,086	10,161,499	11,685,723	13,438,582
Gastos de administración y ventas	(7,043,569)	(7,301,363)	(7,556,181)	(7,809,313)	(8,090,448)
Gastos depreciación	(144,504)	(65,316)	(65,317)	(65,318)	(85,335)
UTILIDAD OPERACIONAL	495,481	1,469,406	2,540,000	3,811,092	5,262,798
Participación a trabajadores	74,322	220,411	381,000	571,664	789,420
Impuesto a las ganancias	479,130	1,420,916	2,456,180	3,685,326	5,089,126
UTILIDAD NETA	1,048,932	3,110,733	5,377,181	8,068,082	11,141,344

Tabla 40**Inversión en activos fijos - Escenario optimista**

Activo Fijo	Cantidad	Valor de adquisición	% Depreciación	Año de adquisición	Fin depreciación	Años depreciados	Depreciación anual	Depreciación acumulada	Valor en libros
Equipos de computación	100	199,900	10%	2016	2026	-	19,990	-	199,900
Vehículos	2	-	33.33%	2019	2024	-	-	-	-
Adquisiciones de activos fijos		199,900					19,990	-	199,900

Valor residual – Escenario optimista

$$VR_n = \frac{FCFn (1 + g)}{WACC - g}$$

$$VR_{2019} = \frac{10,805,577 (1 + 0.82\%)}{25.34\% - 0.82\%}$$

$$VR_{2019} = 44,429,783$$

Por lo tanto una vez tomado en cuenta todos los supuestos antes mencionados, tenemos que el valor de la Empresa en el escenario optimista es de US\$ 27, 231,680, tal como se muestra a continuación:

Tabla 41**Valor de la Empresa - Escenario Optimista**

Cuentas	2015	2016	2017	2018	2019
Utilidad Neta	1,048,932	3,110,733	5,377,181	8,068,082	11,141,344
(+) Depreciación	144,504	65,316	65,317	65,318	35,340
(-) Inversión en activos fijos	-	(199,900)	-	-	-
(-) Incremento en capital de trabajo	-	(271,350)	(301,199)	(334,331)	(371,107)
Flujos de caja libre	1,193,436	2,704,799	5,141,299	7,799,070	10,805,577
Valor residual	-	-	-	-	44,429,783
Flujo de caja Total	1,193,436	2,704,799	5,141,299	7,799,070	55,235,360
Flujo de caja descontados	959,817	1,749,497	2,674,486	3,262,867	18,585,013
VALOR DE LA EMPRESA					27,231,680

4.4.2 Escenario pesimista

Para la proyección del escenario pesimista, realizaremos las siguientes suposiciones:

- Las ventas aumentarán anualmente en un 7%, que es el promedio del crecimiento de los dos últimos años.
- El costo de ventas siempre tiene la relación del 8% en función a las ventas, por lo que no existirá cambio.
- Los gastos de administración y ventas se mantendrán en crecimiento de acuerdo a la inflación proyectada.
- Se adquirirá una mayor cantidad de activos fijos.

De acuerdo a las suposiciones comentadas anteriormente se procede a realizar las proyecciones.

Tabla 42

Proyección del estado de Resultados - Escenario pesimista

Cuentas	Años				
	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos	89,363,061	95,618,475	102,311,768	109,473,592	117,136,743
Costo de ventas	82,214,016	87,968,997	94,126,827	100,715,704	107,765,804
UTILIDAD BRUTA	7,149,045	7,649,478	8,184,941	8,757,887	9,370,939
Gastos de administración y ventas	(7,043,569)	(7,301,363)	(7,556,181)	(7,809,313)	(8,090,448)
Gastos depreciación	(144,504)	(65,316)	(65,317)	(65,318)	(85,335)
UTILIDAD OPERACIONAL	(39,027)	282,798	563,443	883,256	1,195,156
Participación a trabajadores	(5,854)	42,420	84,516	132,488	179,273
Impuesto a las ganancias	(37,739)	273,466	544,849	854,108	1,155,716
UTILIDAD NETA	(82,621)	598,684	1,192,809	1,869,853	2,530,145

Tabla 43**Inversión en activos fijos - Escenario pesimista**

Activo Fijo	Cantidad	Valor de adquisición	% Depreciación	Año de adquisición	Fin depreciación	Años depreciados	Depreciación anual	Depreciación acumulada	Valor en libros
Equipos de computación	100	358,000	10%	2016	2026	-	35,800	-	358,000
Vehículos	2	450,000	33.33%	2019	2024	-	149,985	-	450,000
Adquisiciones de activos fijos		808,000					185,785		808,000

Valor residual – Escenario pesimista

$$VR_n = \frac{FCFn (1 + g)}{WACC - g}$$

$$VR_{2019} = \frac{1,910,173 (1 + 0.82\%)}{25.34\% - 0.82\%}$$

$$VR_{2019} = 7,854,145$$

Por lo tanto una vez tomado en cuenta todos los supuestos antes mencionados, tenemos que el valor de la Empresa en el escenario pesimista es de US\$ 4, 550,168, tal como se muestra a continuación:

Tabla 44**Valor de la Empresa - Escenario pesimista**

Cuentas	2015	2016	2017	2018	2019
Utilidad Neta	(82,621)	598,684	1,192,809	1,869,853	2,530,145
(+) Depreciación	144,504	81,126	81,127	81,128	201,135
(-) Inversión en activos fijos	-	(358,000)	-	-	(450,000)
(-) Incremento en capital de trabajo	-	(271,350)	(301,199)	(334,331)	(371,107)
Flujos de caja libre	61,883	50,460	972,738	1,616,650	1,910,173
Valor residual	-	-	-	-	7,854,145
Flujo de caja Total	61,883	50,460	972,738	1,616,650	9,764,318
Flujo de caja descontados	49,769	32,638	506,015	676,352	3,285,395
VALOR DE LA EMPRESA	4,550,168				

4.4.3 Ponderación de la Empresa INTCOMEX S.A.

Una vez realizado las diferentes proyecciones tomando en cuenta las variables, en las cual puede incidir en el resultado y según la reunión mantenida con el Gerente Financiero de la Empresa, hemos realizado la siguiente ponderación de acuerdo a cada escenario.

Tabla 45

Ponderación del valor de la Empresa

Escenario	Valor de la Empresa	%	Valor Ponderado
Base	14,869,336	50%	7,434,668
Optimista	27,231,680	25%	6,807,920
Pesimista	4,550,168	25%	1,137,542
Total	46,651,184		15,380,130

4.4.4 Valor contable de la Empresa

El valor contable de la Empresa, corresponde al valor en libros, que en caso de requerir realizar la liquidación de la misma, se pagaría ese momento, pero únicamente analizando la información financiera.

El valor contable de la Empresa INTCOMEX S.A. al 31 de diciembre de 2014 está dado por:

$$VC = Activo Total - Pasivo Corriente$$

$$VC = 34,316,421 - 22,094,196$$

$$VC = 12,222,225$$

4.4.5 Valor contable de las acciones

Para poder emitir acciones en la Bolsa de valores de Quito o Guayaquil, es necesario conocer el valor de las acciones. Según Fernandez, en su libro de valoración de Empresas; Diez, métodos y siete teorías, 2008, menciona que el cálculo de las acciones se realiza de la siguiente manera:

Tabla 46**Valor contable de las acciones**

Valor de las acciones			
Número de acciones en circulación	2,062,375		
Valor nominal	1		
Patrimonio neto 2014	11,786,876		
Valor en libros	5.72		
Escenario	Base	Optimista	Pesimista
Valor de la empresa	14,869,336	27,231,680	4,550,168
Valor de la acción en función del valor de la empresa	7.21	13.20	2.21
Premio / (Castigo) por acción en \$	1.49	7.49	(3.51)
Premio por acción en %	26%	131%	-61%

CAPÍTULO V

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

5.1 Conclusiones

INTCOMEX S.A., es una Empresa líder a nivel mundial y nacional, en lo que respecta a la venta de productos tecnológicos, lo que ha permitido que las ventas aumenten paulatinamente año tras año. Mediante la valoración de la Empresa INTCOMEX S.A., y con el prestigio que se cuenta a nivel nacional e internacional, es factible que la Empresa emita acciones en la Bolsa de Valores de Quito o Guayaquil con el fin de buscar financiamiento a un costo bajo.

La globalización que estamos viviendo a nivel mundial, ha permitido que hoy en día la mayoría de personas y organizaciones tengan acceso a productos tecnológicos y se encuentren actualizados con los últimos avances científicos, por lo que INTCOMEX S.A., cuenta con un mercado atractivo y amplio, debido a que las organizaciones y personas siempre quieren lo último con el fin de ser más eficientes en el desarrollo de sus actividades.

El Gobierno actual del Presidente Rafael Correa, debido a la caída del precio del petróleo ha implementado políticas que restringen la importación de productos de tecnología y salvaguardias arancelarias. El costo adicional que ha tenido que incurrir INTCOMEX S.A., para la importación de los productos de tecnología que vende, ha sido implementado en el costo del bien y otra parte ha sido asumida como gasto, por lo que el nivel de utilidad entre los años 2013 y 2014 disminuyó en un 74%.

La Empresa INTCOMEX S.A., no cuenta con un financiamiento directo hacia los clientes individuales, por lo que existe un nicho de mercado en dónde mediante un análisis adecuado de las 5 “C” (carácter, capacidad, capital, colateral, condiciones), puede ganar clientes en el mercado nacional y aumentar las ventas.

La valoración de la Empresa INTCOMEX S.A., fue realizada con el método de flujo de caja descontado, debido a que este método considera factores macroeconómicos, microeconómicos, comportamientos históricos, suposiciones, tendencias, etc. y todo esto descontado a una tasa de descuento tomando en consideración los riesgos internos y externos a los que se encuentra expuesta la Empresa, por lo que se considera que este método es el más completo y el más certero al querer conocer el valor de la Empresa viéndole como un todo.

La proyección de los resultados de la Empresa INTCOMEX S.A., fue realizado para los próximos 5 años y descontados a una tasa de descuento de acuerdo a variables macroeconómicas y microeconómicas. No se ha considerado realizar la proyección a un tiempo mayor, debido a que al momento de trabajar con supuestos, existe la probabilidad de una distorsión en el resultado del valor actual de la Empresa.

Debido a que se ha considerado a INTCOMEX S.A., como una empresa en marcha, que seguirá generando resultados en los próximos años, ha sido necesario calcular el valor residual, el cual una vez aplicado los cálculos tenemos que el valor residual en el año 2019 aproximadamente es de US\$ 25,041,607.

La valoración de la Empresa INTCOMEX S.A., y la proyección de los flujos de caja proyectados, fueron realizadas en función al comportamiento histórico de la Empresa y

en base a las proyecciones macroeconómicas y microeconómicas, descontadas a una tasa de descuento, por lo que el valor de la Empresa ponderado aproximado es de US\$ 15,380,130

El análisis de sensibilidad juega un papel importante dentro de la valoración de Empresas, debido que permite conocer el impacto que tendrían los resultados del flujo de caja en caso de cambios en las variables. Tomando en cuenta lo mencionado anteriormente, el valor de la empresa de acuerdo a condiciones normales en dónde la tendencia de los ingresos sea de acuerdo al histórico y las variables macroeconómicas se cumplan, el valor es de US\$ 14, 869,336.

El valor de la Empresa en el escenario optimista, es decir en el caso que las ventas sean mayores, es de US\$ 27, 231,680. El valor de la Empresa en el escenario pesimista, es decir en el caso que las ventas disminuyan, es de US\$ 4, 550,168. Ponderando el valor de la Empresa en los diferentes escenarios se obtiene el valor de US\$ 15, 380,130, el cual es un valor muy cercano al escenario base.

Hoy en día el obtener financiamiento a un costo bajo, puede representar el éxito o fracaso en las organizaciones, por lo que, la Empresa INTCOMEX S.A., con el estudio realizado de la valoración de la Empresa, tiene una opción más para la emisión de acciones y poder financiar los futuros proyectos a un costo y riesgo bajo lo que es beneficioso para los intereses de la Gerencia y Directivos.

5.2 Recomendaciones

Analizar los diferentes escenarios futuros a los cuales INTCOMEX S.A. se encuentra expuesto y plantear estrategias y políticas que permita estar preparado y minimice el impacto de las diferentes medidas de Gobierno Central, con el fin de que el nivel de rentabilidad de la Empresa no disminuya y se mantenga constante o aumente en los próximos años.

Realizar un análisis de financiamiento directo a través de las 5 “C” (carácter, capacidad, capital, colateral, condiciones), a clientes individuales con el fin de poder aumentar la cartera de clientes debido a que la competencia ofrece un servicio de financiamiento a un costo bajo y sin la necesidad de trámites largos.

Invertir los excedentes de dinero en títulos de valores como acciones o depósitos a plazo que permita generar un ingreso financiero y contribuya a que el nivel de utilidad sea mayor aumentando la rentabilidad para los accionistas de la Empresa.

Realizar un estudio de mercado considerando el costo - beneficio de implementar nuevas tiendas en las ciudades de Quito y Guayaquil con el fin de identificar posibles oportunidades de negocios aprovechando las fortalezas con las que cuenta la Empresa y que permita un mayor posicionamiento en el mercado ecuatoriano.

Considerar el presente trabajo de la valoración de la Empresa INTCOMEX S.A., como una opción importante y valiosa para obtener financiamiento a un costo bajo, con la

emisión de acciones en la bolsa de Valores de Quito o Guayaquil, debido a que se encuentra justificado con un análisis de datos históricos y con proyecciones económicas del Banco Central del Ecuador, tomando en cuenta el análisis situacional de la Empresa.

Aumentar la cartera de clientes con entidades del sector público y privado que a través de la firma de contratos a largo plazo garantice el nivel de ingresos por ventas para la Empresa para los próximos años.

Preparar un manual de la manipulación y toma física de inventarios debido que al 31 de diciembre de 2014 representa el 41% del total de activos fijos. Los manuales deberán especificar los cuidados en la manipulación, la frecuencia de la toma física, el número de personas que conformará cada equipo de conteo, el tipo de inventario a contar, número de recuentos, tratamiento de las diferencias encontradas, etc.

BIBLIOGRAFÍA

- Arenas, J. A. (12 de 6 de 2010). *Gerencie*. Obtenido de Producto interno bruto: <http://www.gerencie.com/producto-interno-bruto.html>
- Buenas tareas*. (1 de 9 de 2015). Obtenido de Buenas tareas: <http://www.buenastareas.com/ensayos/Organigramas-Estructurales-Por-Sexymeerydee/6166917.html>
- Buenos Negocios. (2 de 9 de 2015). *Buenos Negocios*. Obtenido de Análisis FODA: <http://www.buenosnegocios.com/notas/231-analisis-foda-diagnostico-decidir>
- Carracedo, A. T. (26 de 8 de 2015). *IDaccion Business News*. Obtenido de Valoración de empresas III: método de los flujos de caja descontados: <http://idnews.idaccion.com/valoracion-de-empresas-iii-metodo-de-los-flujos-de-caja-descontados/>
- Chapa, N. E. (2 de Febrero de 2010). *Gestiopolis*. Obtenido de Finanzas: <http://www.gestiopolis.com/valoracion-de-empresas/>
- Fedexport. (s.f.). Obtenido de dispone la remisión de intereses, multas y recargos derivados de obligaciones tributarias y fiscales internas cuya administración y/o recaudación
- Fernández, C. S. (21 de 3 de 2014). *Finanzas en confianza*. Obtenido de Método de los flujos de caja descontados: <http://finanzasenconfianza.com/metodo-de-valoracion-de-descuento-de-flujos-de-caja/>
- Financiera, E. (27 de 8 de 2015). *Enciclopedia Financiera*. Obtenido de Valoración, método, valor presente neto, tasa de descuento, costo capital: <http://www.encyclopediainanciera.com/finanzas-corporativas/valor-presente-neto.htm>
- Gerencie.com. (9 de 10 de 2013). *Gerencie.com*. Obtenido de Gerencie.com: <http://www.gerencie.com/que-es-el-analisis-financiero.html>
- Parada, P. (1 de 7 de 2015). *Pascual Parada*. Obtenido de Análisis PESTEL, una herramienta de estudio del entorno: <http://www.pascualparada.com/analisis-pestel-una-herramienta-de-estudio-del-entorno/>
- Realp. (2008). Valoración de Empresas. En Realp, *Valoración de Empresas*.
- Sanjurjo, M. (2003). Guía de Valoración de Empresas. En M. S. Reinoso, *Guía de Valoración de Empresas Segunda edición, revisada y ampliada* (págs. 76 - 224). Madrid: Pearson Education.

Tomala, M. (2011). *Zona económica*. Obtenido de Definición de inflación:
<http://www.zonaeconomica.com/definicion-de-inflacion>

WIKIPEDIA. (12 de 01 de 2015). *WIKIPEDIA*. Obtenido de WIKIPEDIA:
http://es.wikipedia.org/wiki/Tasa_de_inter%C3%A9s

WIKIPEDIA. (12 de 01 de 2015). *WIKIPEDIA*. Obtenido de WIKIPEDIA:
http://es.wikipedia.org/wiki/Tasa_de_inter%C3%A9s