



**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 C.P.A**

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

**TEMA: VALORACIÓN MEDIANTE EL USO DE FLUJOS DE FONDOS  
DESCONTADOS PARA LA EMPRESA COMERCIAL MABOAN S.A.  
AFILIADA A LA COMERCIALIZADORA PETROLRIOS**

**AUTOR: GUERRA MOREIRA MIRIAN MONSERRATE**

**DIRECTOR: ING. EDUARDO SANDOVAL**

**CODIRECTOR: ING. LUIS TIPÁN**

**SANGOLQUÍ, FEBRERO 2015**

UNIVERSIDAD DE LAS FUERZAS ARMADAS – ESPE  
DEPARTAMENTO DE CIENCIAS ECONÓMICAS, ADMINISTRATIVAS Y DE  
COMERCIO  
CARRERA: INGENIERÍA EN FINANZAS Y AUDITORÍA- CPA

**CERTIFICADO**

Ing. Eduardo Sandoval e Ing. Luis Tipán

**CERTIFICAN**

Que la presente tesis de grado “**Valoración mediante el uso de Flujos de Fondos Descontados para la Empresa COMERCIAL MABOAN S.A. Afiliada a la Comercializadora Petrolrios**”, realizada por la señora **Mirian Monserrate Guerra Moreira** ha sido guiada y revisada periódicamente y cumple normas estatutarias, establecidas por la ESPE, en el Reglamento de Estudiantes de la Universidad de las Fuerzas Armadas – ESPE.

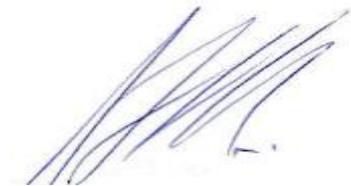
El mencionado trabajo consta de un documento empastado y un disco compacto, el cual contiene los archivos en formato portátil de Acrobat (pdf).

Autorizamos a la señora Mirian Monserrate Guerra Moreira que lo entregue al Ing. Álvaro Carrillo en su calidad de Director de la Carrera de Ingeniería en Finanzas y Auditoría-CPA, MED.

Sangolquí, Febrero del 2015



**ING. EDUARDO SANDOVAL**  
**DIRECTOR**



**ING. LUIS TIPÁN**  
**CODIRECTOR**

UNIVERSIDAD DE LAS FUERZAS ARMADAS – ESPE  
DEPARTAMENTO DE CIENCIAS ECONÓMICAS, ADMINISTRATIVAS Y  
DE COMERCIO  
CARRERA: INGENIERÍA EN FINANZAS Y AUDITORÍA- CPA

### DECLARACIÓN DE RESPONSABILIDAD

**MIRIAN MONSERRATE GUERRA MOREIRA**

#### DECLARO QUE:

La tesis de grado denominada “**Valoración mediante el uso de Flujos de Fondos Descontados para la Empresa COMERCIAL MABOAN S.A. Afiliada a la Comercializadora Petrolrios**”, ha sido desarrollada con base a una investigación exhaustiva, respetando derechos intelectuales de terceros, conforme a las Normas APA 6ta. Edición, donde las citas constan al final de cada párrafo correspondiente, cuyas fuentes se incorporan en la bibliografía.

Por consiguiente este trabajo es mi autoría.

En virtud de esta declaración, me responsabilizo del contenido, veracidad y alcance científico del proyecto de grado en mención.

Sangolquí, Febrero del 2015



---

**MIRIAN MONSERRATE GUERRA MOREIRA**

UNIVERSIDAD DE LAS FUERZAS ARMADAS – ESPE  
DEPARTAMENTO DE CIENCIAS ECONÓMICAS, ADMINISTRATIVAS Y  
DE COMERCIO  
CARRERA: INGENIERÍA EN FINANZAS Y AUDITORÍA- CPA

### **AUTORIZACIÓN**

**YO, MIRIAN MONSERRATE GUERRA MOREIRA**

Autorizo a la Universidad de las Fuerzas Armadas – ESPE, la publicación en la biblioteca virtual de la Institución del trabajo “**Valoración mediante el uso de Flujos de Fondos Descontados para la Empresa COMERCIAL MABOAN S.A. Afiliada a la Comercializadora Petrolrios**”, cuyo contenido, ideas y criterios son de exclusiva responsabilidad y autoría.

Sangolquí, Febrero del 2015



---

**MIRIAN MONSERRATE GUERRA MOREIRA**

**DEDICATORIA:**

La presente Tesis está dedicada a los seres que son la razón de ser de mi vida y mi pilar para seguir adelante.

A **Dios**, por indicarme el camino del bien y darme salud, sabiduría, fuerza y perseverancia para cumplir mis objetivos, ya que con fe en él todo es posible.

A mis hijos **Andrés y Alessandro**, las personas más importante de mi vida, quienes con su llegada me lleno de amor y esperanza, haciendo que cada esfuerzo valga la pena, son lo máximo, les amo.

A mis padres **Luis y Mirian**, quienes me han apoyado en todo momento y con su esfuerzo y dedicación me han convertido en una persona responsable que sabe que las cosas se logran cuando se quieren y la mejor manera de conseguirlo es actuar con el bien.

A mis amigas **María Fernanda, Roxana, Isabel, Valerí, Diana, Luisa, Melina**, quienes de una u otra forma me brindaron su apoyo incondicional para alcanzar mí meta.

*Mirian Monserrate Guerra Moreira*

**AGRADECIMIENTO:**

Agradezco a **Dios**, por haberme dado la vida y llenarme de muchas bendiciones para cumplir con mis metas a pesar de los obstáculos.

A mi Madre **Mirian Moreira**, por ser un ejemplo de mujer luchadora, por su gran amor y apoyo a través de los años y ayudarme a culminar mi carrera.

A la Licenciada Valerí Montesdeoca, quien me apoyo y me motivo constantemente durante mi carrera.

A mi querida **Universidad de las Fuerzas Armadas-ESPE** y a mis **profesores**, que a lo largo de todos estos años de estudio forjaron mi futuro profesional y personal, en especial a mi Director de Tesis, *Ing. Eduardo Sandoval*, quien me impartió sus conocimientos durante la ejecución de la presente tesis y se constituyó en el pilar fundamental para la culminación de la misma y a mi Codirector, el *Ing. Luis Tipán* por su tiempo y apoyo ofrecido para poder culminar este trabajo.

A la empresa **COMERCIAL MABOAN S.A.** por abrirme las puertas de su institución, de manera especial al *Ing. Marcelo Vélez Ortiz* y a su personal, de quienes recibí la colaboración necesaria para la realización de este trabajo.

*Mirian Monserrate Guerra Moreira*

## ÍNDICE DE CONTENIDO

### Contenido

CAPÍTULO I .....	1
INTRODUCCIÓN .....	1
<b>1.1. Planteamiento del problema .....</b>	<b>1</b>
<b>1.2. Objetivos .....</b>	<b>7</b>
1.2.1. Objetivo General.....	7
1.2.2. Objetivos Específicos .....	8
<b>1.3. Identificación de la Organización .....</b>	<b>8</b>
1.3.1. Razón Social.....	8
1.3.2. Tipo de Organización .....	8
1.3.3. Sector de la industria o de servicio público de la que forma parte.....	9
1.3.4. Portafolio de producto o servicio .....	10
1.3.5. Clientes .....	10
1.3.6. Cobertura de mercado .....	11
1.3.7. Estructura orgánica.....	11
1.4. Metodología.....	12
1.4.1. Métodos de Investigación .....	12
1.4.1.1. Sintético.....	12
1.4.1.2. Dialéctico.....	13
1.4.1.3. Inductivo.....	13
1.4.2. Tipos de Estudios.....	13
1.4.2.1. Exploratorios.....	14
1.4.2.2. Descriptivos.....	14
1.4.2.3. Correlacionales.....	14
1.4.2.4. Explicativos .....	15
CAPÍTULO II .....	16
<b>MARCO TEÓRICO .....</b>	<b>16</b>
<b>2.1. Valoración de empresas.....</b>	<b>16</b>
<b>2.2. Métodos de Valoración de empresas .....</b>	<b>16</b>

<b>2.2.1. Métodos Simples</b> .....	17
<b>2.2.1.1. Métodos Estáticos</b> .....	18
<b>2.2.1.1.1 Valor Contable</b> .....	19
<b>2.2.1.1.2 Valor contable Ajustado</b> .....	20
<b>2.2.1.1.3 Valor de liquidación</b> .....	20
<b>2.2.1.1.4 Valor sustancial</b> .....	21
<b>2.2.1.2. Métodos Dinámicos</b> .....	21
<b>2.2.1.2.1. Free Cash Flow (FCF)</b> .....	23
<b>2.2.1.2.2. Cash flow Disponible para los Accionistas (CFac)</b> .....	24
<b>2.2.1.2.3. Valor de los dividendos</b> .....	25
<b>2.2.1.2.4. Capital Cash Flow (CCF)</b> .....	26
<b>2.2.1.2.5. Valor Actual Ajustado (APV)</b> .....	27
<b>2.2.2. Métodos Mixtos o Compuestos</b> .....	27
<b>2.2.2.1. Método de Valoración Clásica</b> .....	28
<b>2.2.2.2. Método Simplificado de la Renta Abreviada o de la UEC Simplificado</b> .....	29
<b>2.2.2.3. Método Indirecto o de los Prácticos</b> .....	30
<b>2.2.2.4. Método Anglosajón o Directo</b> .....	31
<b>2.2.2.5. Método de Compras de Resultados Anuales</b> .....	32
<b>2.2.2.6. Método de la Tasa con Riesgo y sin Riesgo</b> .....	33
<b>2.2.3. Métodos Comparativos (Valoración Relativa o por Múltiplos)</b> .....	33
<b>2.2.3.1 Ratio PER: Relación Precio-Beneficio</b> .....	34
<b>2.2.3.2 Relación Precio/Ventas</b> .....	35
<b>2.2.3.3 Relación Precio/ Ebitda</b> .....	36
<b>2.2.3.4 Otros múltiplos</b> .....	36
<b>2.2.4. Métodos de Creación de Valor</b> .....	37
<b>2.2.4.1. Economic Value Added (EVA)</b> .....	37
<b>2.2.4.2. Beneficio Económico (BE)</b> .....	38
<b>2.2.4.3. Cash Value Added (CVA)</b> .....	39
<b>2.2.4.4. Cash Flow Return Off Investment (CFROI)</b> .....	39
<b>2.2.5. Métodos de Opciones Reales</b> .....	40
<b>2.2.5.1. Black And Scholes</b> .....	40

2.2.5.2. Método Binomial .....	41
2.3. Método Seleccionado .....	43
2.4. Análisis Pestel.....	45
2.4.1. Factor Político.....	46
2.4.2. Factor Económico.....	46
2.4.2.1. Producto Interno Bruto (PIB) .....	46
2.4.2.2. Inflación .....	47
2.4.2.3. Balanza Comercial .....	47
2.4.2.4. Tasas de Interés .....	47
2.4.3. Factor Social .....	47
2.4.4. Factor Tecnológico.....	47
2.4.5. Factor Ecológico .....	48
2.4.6. Factor Legal.....	48
2.5. Matriz BCG .....	48
2.5.1. Interrogantes .....	49
2.5.2. Estrellas.....	49
2.5.3. Vacas .....	49
2.5.4. Perros.....	49
2.6. Análisis FODA.....	50
2.6.1. Matriz FODA.....	51
<b>CAPÍTULO III.....</b>	<b>52</b>
<b>ANÁLISIS SITUACIONAL.....</b>	<b>52</b>
<b>3.1. Filosofía Empresarial .....</b>	<b>52</b>
3.1.1. Misión.....	52
3.1.2. Visión.....	52
3.1.3. Objetivos.....	53
3.1.4. Estrategias.....	53
3.1.5. Políticas .....	54
3.1.6. Principios y valores institucionales .....	55
3.2. Organigrama .....	56
<b>3.3. Macroambiente .....</b>	<b>58</b>
<b>3.3.1. Análisis Pestel .....</b>	<b>58</b>

3.3.1.1.	Factor Político.....	58
3.3.1.2.	Factor Económico.....	59
3.3.1.2.1.	Producto Interno Bruto (PIB).....	59
3.3.1.2.2.	Inflación.....	61
3.3.1.2.3.	Balanza Comercial.....	63
3.3.1.2.4.	Tasas de Interés.....	65
3.3.1.3.	Factor Social.....	69
3.3.1.4.	Factor Tecnológico.....	70
3.3.1.5.	Factor Ecológico.....	70
3.3.1.6.	Factor Legal.....	71
3.4.	Microambiente.....	71
3.4.1.	Matriz BCG.....	71
3.4.2.	Análisis FODA.....	73
3.4.3.	Matriz FODA.....	75
CAPÍTULO IV.....		77
DIAGNÓSTICO FINANCIERO.....		77
4.1.	Análisis de Estados Financieros.....	77
4.1.1.	Balance General.....	77
4.1.1.1.	Análisis Horizontal.....	77
4.1.1.2.	Análisis Vertical.....	78
4.1.2.	Estado de Resultados.....	80
4.1.2.1.	Análisis Horizontal.....	81
4.1.2.2.	Análisis Vertical.....	82
4.1.3.	Estado de Flujo de Efectivo.....	83
4.1.3.1.	Análisis Horizontal.....	83
4.1.3.2.	Análisis Vertical.....	83
4.2.	Análisis de Indicadores Financieros.....	84
4.2.1.	Indicadores de Liquidez.....	85
4.2.2.	Indicadores de Actividad.....	87
4.2.3.	Indicadores de Endeudamiento.....	89
4.2.4.	Indicadores de Rentabilidad.....	91
4.2.5.	Comparación indicadores COMERCIAL MABOAN S.A. vs. Sector.....	93

CAPÍTULO V.....	95
PROPUESTA DE VALORACIÓN EMPRESARIAL.....	95
<b>5.1. Proyecciones de Estados Financieros.....</b>	<b>95</b>
<b>5.1.1. Estado de Resultados.....</b>	<b>95</b>
<b>5.1.1.1. Ventas.....</b>	<b>95</b>
<b>5.1.1.2. Costo de Ventas.....</b>	<b>96</b>
<b>5.1.1.3. Gastos Administrativos y de ventas.....</b>	<b>96</b>
<b>5.1.1.4. Depreciaciones.....</b>	<b>96</b>
<b>5.1.1.5. Estado de Resultados Projectados.....</b>	<b>97</b>
<b>5.1.2. Balance General.....</b>	<b>97</b>
<b>5.1.2.1. Activos.....</b>	<b>97</b>
<b>5.1.2.2. Pasivos.....</b>	<b>98</b>
<b>5.1.2.3. Patrimonios.....</b>	<b>98</b>
<b>5.1.2.4. Balance General Projectado.....</b>	<b>98</b>
<b>5.2. Proyección de los Flujos de Caja Libre.....</b>	<b>99</b>
<b>5.3. Estimación de la Tasa de Descuento.....</b>	<b>101</b>
<b>5.4. Estimación del Valor Residual.....</b>	<b>105</b>
<b>5.5. Flujo de Caja Libre Descontados.....</b>	<b>106</b>
<b>5.6. Determinación del Valor de la Empresa.....</b>	<b>107</b>
<b>5.7. Determinación del Valor de las Acciones.....</b>	<b>107</b>
<b>5.8. Comparación del Valor de las Acciones con otras empresas.....</b>	<b>110</b>
<b>5.9. Análisis de Sensibilidad.....</b>	<b>111</b>
<b>5.9.1. Escenario Optimista.....</b>	<b>111</b>
<b>5.9.2. Escenario Pesimista.....</b>	<b>113</b>
CAPÍTULO VI.....	118
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	118
6.1. Conclusiones.....	118
6.2. Recomendaciones.....	120
Bibliografía.....	122
Anexos.....	126

## ÍNDICE DE TABLAS

<b>TABLA 1</b> .....	2
<b>TABLA 2</b> .....	10
<b>TABLA 3</b> .....	22
<b>TABLA 4</b> .....	61
<b>TABLA 5</b> .....	66
<b>TABLA 6</b> .....	93
<b>TABLA 7</b> .....	100
<b>TABLA 8</b> .....	100
<b>TABLA 9</b> .....	101
<b>TABLA 10</b> .....	102
<b>TABLA 11</b> .....	103
<b>TABLA 12</b> .....	103
<b>TABLA 13</b> .....	104
<b>TABLA 14</b> .....	107
<b>TABLA 15</b> .....	109
<b>TABLA 16</b> .....	110
<b>TABLA 17</b> .....	112
<b>TABLA 18</b> .....	114
<b>TABLA 19</b> .....	115

## ÍNDICE DE CUADROS

<b>CUADRO 1</b> .....	74
<b>CUADRO 2</b> .....	76

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 PRECIOS DEL CRUDO .....	3
GRÁFICO 2 PRODUCCIÓN PETROLERA .....	4
GRÁFICO 3 PIB .....	4
GRÁFICO 4 OPERACIONALIDAD DE LAS GASOLINERAS .....	6
GRÁFICO 5 MAPA DE COBERTURA GEOGRÁFICA.....	11
GRÁFICO 6 ESTRUCTURA ORGÁNICA.....	12
GRÁFICO 7 MÉTODOS DE VALORACIÓN.....	17
GRÁFICO 8 MATRIZ BCG.....	48
GRÁFICO 9 MATRIZ FODA .....	51
GRÁFICO 10 ORGANIGRAMA ESTRUCTURAL .....	57
GRÁFICO 11 PIB DE AMÉRICA LATINA.....	59
GRÁFICO 12 VARIACIÓN DEL PIB .....	60
GRÁFICO 13 EVOLUCIÓN DE LA INFLACIÓN ANUAL.....	62
GRÁFICO 14 INFLACIÓN MENSUAL DEL IPC .....	62
GRÁFICO 15 INFLACIÓN MENSUAL POR DIVISIONES DE CONSUMO .....	63
GRÁFICO 16 BALANZA COMERCIAL.....	64
GRÁFICO 17 BALANZA COMERCIAL PETROLERA Y NO PETROLERA .....	65
GRÁFICO 18 SPREAD DE TASAS ACTIVAS Y PASIVAS EFECTIVAS REFERENCIALES .....	67
GRÁFICO 19 SPREAD PROMEDIO PONDERADO DE LAS TASAS ACTIVAS Y PASIVAS EFECTIVAS.....	67
GRÁFICO 20 CIFRAS ECONÓMICAS DEL ECUADOR. AGOSTO 2014 .....	68
GRÁFICO 21 EVOLUCIÓN DEL MERCADO LABORAL .....	69
GRÁFICO 22 MATRIZ BCG.....	72
GRÁFICO 23 COMPOSICIÓN DEL ACTIVO EN EL BALANCE GENERAL .....	79
GRÁFICO 24 COMPOSICIÓN DEL PASIVO EN EL BALANCE GENERAL .....	79
GRÁFICO 25 COMPOSICIÓN DEL PATRIMONIO EN EL BALANCE GENERAL .....	80
GRÁFICO 26 COMPOSICIÓN DE LOS INGRESOS EN EL ESTADO DE RESULTADOS	82
GRÁFICO 27 INDICADORES DE LIQUIDEZ .....	85
GRÁFICO 28 INDICADORES DE ACTIVIDAD .....	87
GRÁFICO 29 INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO .....	89
GRÁFICO 30 INDICADORES DE RENTABILIDAD .....	91

## ÍNDICE DE ECUACIONES

ECUACIÓN 1 .....	21
ECUACIÓN 2 .....	23
ECUACIÓN 3 .....	24
ECUACIÓN 4 .....	25
ECUACIÓN 5 .....	25
ECUACIÓN 6 .....	26
ECUACIÓN 7 .....	26
ECUACIÓN 8 .....	27
ECUACIÓN 9 .....	29
ECUACIÓN 10 .....	30
ECUACIÓN 11 .....	30
ECUACIÓN 12 .....	31
ECUACIÓN 13 .....	32
ECUACIÓN 14 .....	32
ECUACIÓN 15 .....	33
<i>ECUACIÓN 16</i> .....	35
ECUACIÓN 17 .....	36
ECUACIÓN 18 .....	36
ECUACIÓN 19 .....	37
ECUACIÓN 20 .....	38
ECUACIÓN 21 .....	39
ECUACIÓN 22 .....	41
ECUACIÓN 23 .....	42
ECUACIÓN 24 .....	46
ECUACIÓN 25 .....	102
ECUACIÓN 26 .....	105
ECUACIÓN 27 .....	105
ECUACIÓN 28 .....	106
ECUACIÓN 29 .....	106
ECUACIÓN 30 .....	108
ECUACIÓN 31 .....	108

## **RESUMEN EJECUTIVO**

El objetivo de esta investigación es determinar el valor de la empresa COMERCIAL MABOAN S.A. dedicada a la venta al por menor de combustibles líquidos al sector automotriz, se realizó un análisis administrativo de la situación externa e interna, donde se determinó las principales fortalezas y debilidades, así como también el portafolio ideal de servicios que maneja y la situación en que se encuentra en el caso de materializarse las oportunidades y amenazas, también se determinó la situación financiera a través del análisis vertical, horizontal e indicadores financieros y su posición frente a la del sector al que pertenece. Dado que los estados financieros no proporcionan un valor confiable de la empresa, se realizó la valoración utilizando el método de Flujos de Fondos Descontados que considera a la empresa como ente generador de flujos futuros por lo cual se realiza previsiones en un horizonte de proyección de 5 años para descontarlos a una tasa apropiada y obtener el valor de la empresa en condiciones normales, con el fin de determinar la sensibilidad de los resultados se realizó el mismo procedimiento en un escenario optimista y pesimista. Por último, se expone las conclusiones y recomendaciones adecuadas para que la empresa pueda apreciar los puntos más importantes y utilizarlos en la toma de decisiones administrativas-financieras.

### **PALABRAS CLAVES:**

**VALORACIÓN DE EMPRESAS, FLUJO DE FONDOS DESCONTADOS, ANÁLISIS FINANCIEROS, INDICADORES FINANCIEROS, ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD**

## **EXECUTIVE SUMMARY**

The objective of this research is to determine the value of the company COMERCIAL MABOAN S.A. dedicated to the sale to the retail of liquid fuels to the automotive sector, was carried out an administrative analysis of the internal and external situation, where it was determined the main strengths and weaknesses, as well as the ideal services portfolio which handles and the situation found in the case of the opportunities and threats are materialized, also determined the financial situation through the vertical, horizontal analysis and financial indicators and its position on the sector to which it belongs. Given that financial statements do not provide a reliable value of the company, the valuation was performed using the method of Free Cash Flows to consider the company as an entity generating future cash flows and as such makes forecasts over a 5-year horizon projection to discount them at an appropriate rate and get the value of the company under normal conditions to determine the sensitivity of the results, it was performed the same procedure on an optimistic and a pessimistic scenario. Finally, Conclusions and appropriate recommendations are exhibited so that the company can appreciate the most important points and use them in the making administrative - financial decision.

### **PALABRAS CLAVES:**

**BUSINESS VALUATIONS, FREE CASH FLOW, FINANCIAL ANALYSIS,  
FINANCIAL INDICATORS, SENSITIVITY ANALYSIS**

## **CAPÍTULO I INTRODUCCIÓN**

### **1.1. Planteamiento del problema**

La economía del Ecuador siempre tuvo a lo largo de su historia altibajos, actualmente y desde el boom petrolero financia la gran mayoría de sus gastos con la venta de petróleo en gran parte y por exportaciones tradicionales y no tradicionales. El problema que suele presentarse en Ecuador es que debido a la gran volatilidad del precio en el mercado internacional el Presupuesto General del Estado se vea desfinanciado, esto trae consigo un deterioro en los agregados económicos. Analizando desde la época democrática del Ecuador, éste solo ha obtenido tres superávit, y en gran parte se debió a que el precio del petróleo en el mercado internacional era mayor a lo pronosticado para el financiamiento del Presupuesto General del Estado en esos años. Fue precisamente en el año de 1979, 1993 y 1997 los que registraron superávit gracias a que se fijó en el presupuesto un precio de barril de petróleo inferior al que el mercado registró.

La dependencia de este rubro por parte del Ecuador y más aún con dolarización, nos hace pensar que si el gobierno no controla sus gastos gubernamentales, y si no mejora más en la eficiencia de cobro de impuestos seguiremos sin poder crecer económicamente, y afectando inconscientemente a las empresas privadas dedicadas al expendio de los derivados del petróleo.

Según datos de Petroproducción entre 1997 y 2012 habremos producido 2.1 millones de barriles de crudo, que sumados a los del periodo 1972-1996 de 2.3 millones, dan un total de 4.4 millones de barriles de petróleo. Luego del 2012 la producción petrolera ecuatoriana declinara aceleradamente. Esto

determinara el que se llegue al fin de los próximos 25 años en el 2023, posiblemente como importador neto de hidrocarburos.

**Tabla 1**  
**Producción de Petróleo en el Ecuador**

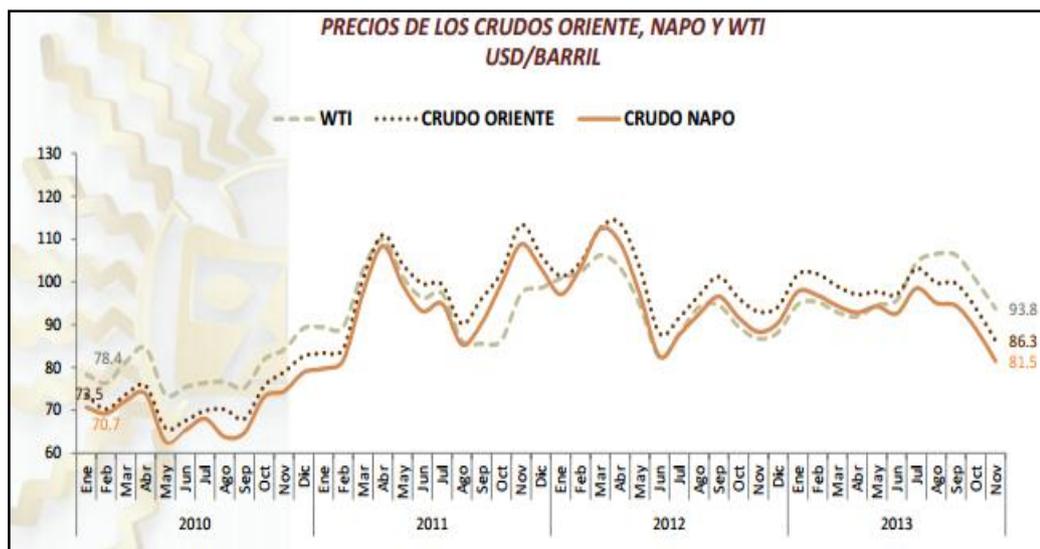
Años	Valor Unit/Bar Petr	Producción Total*	PIB PETROLERO**
1970	\$ -		
1971	\$ -		
1972	\$ 2.50	28758	\$ 71,895.00
1973	\$ 4.20	66357	\$ 278,699.40
1974	\$ 13.70	64789	\$ 887,609.30
1975	\$ 11.50	58938	\$ 677,787.00
1976	\$ 11.50	68419	\$ 786,818.50
1977	\$ 13.00	66779	\$ 868,127.00
1978	\$ 12.50	73896	\$ 923,700.00
1979	\$ 23.50	78320	\$ 1,840,520.00
1980	\$ 35.20	74770	\$ 2,631,904.00
1981	\$ 34.50	77028	\$ 2,657,466.00
1982	\$ 32.80	77072	\$ 2,527,961.60
1983	\$ 28.10	86566	\$ 2,432,504.60
1984	\$ 27.50	93869	\$ 2,581,397.50
1985	\$ 25.90	102417	\$ 2,652,600.30
1986	\$ 12.70	106994	\$ 1,358,823.80
1987	\$ 16.40	63413	\$ 1,039,973.20
1988	\$ 12.50	111284	\$ 1,391,050.00
1989	\$ 16.20	101658	\$ 1,646,859.60
1990	\$ 20.30	104511	\$ 2,121,573.30
1991	\$ 16.20	190387	\$ 3,084,269.40
1992	\$ 16.90	117034	\$ 1,977,874.60
1993	\$ 14.42	124149	\$ 1,790,228.58
1994	\$ 13.68	135862	\$ 1,858,592.16
1995	\$ 14.83	138768	\$ 2,057,929.44
1996	\$ 18.02	138246	\$ 2,491,192.92
1997	\$ 15.45	141708	\$ 2,189,388.60
1998	\$ 9.20	137079	\$ 1,261,126.80
1999	\$ 15.50	136293	\$ 2,112,541.50
2000	\$ 24.87	146209	\$ 3,636,217.83
2001	\$ 19.16	148746	\$ 2,849,973.36
2002	\$ 21.82	143273	\$ 3,126,216.86
2003	\$ 29.17	11446	\$ 333,879.82

**Fuente:** Banco Central del Ecuador.

\* Miles de Barriles

\*\* Miles de dólares corrientes

El West Texas Intermediate (WTI) en noviembre de 2013 alcanzó un valor promedio de 93.8 USD/barril, con un crecimiento de 8.1% con relación a similar mes del 2012. Los crudos Oriente y Napo mostraron una caída en sus precios de 7.2% y 7.7% con relación a noviembre de 2012.



**Gráfico 1 Precios del Crudo**

**Fuente:** Banco Central del Ecuador

La Producción Nacional de Crudo, entre enero y noviembre de 2013 presentó un crecimiento de 3.8% con relación a similar período de 2012. Las empresas Públicas Petroamazonas EP y la Operadora Río Napo, en igual lapso de tiempo, registraron un incremento en la producción de 7.8%.

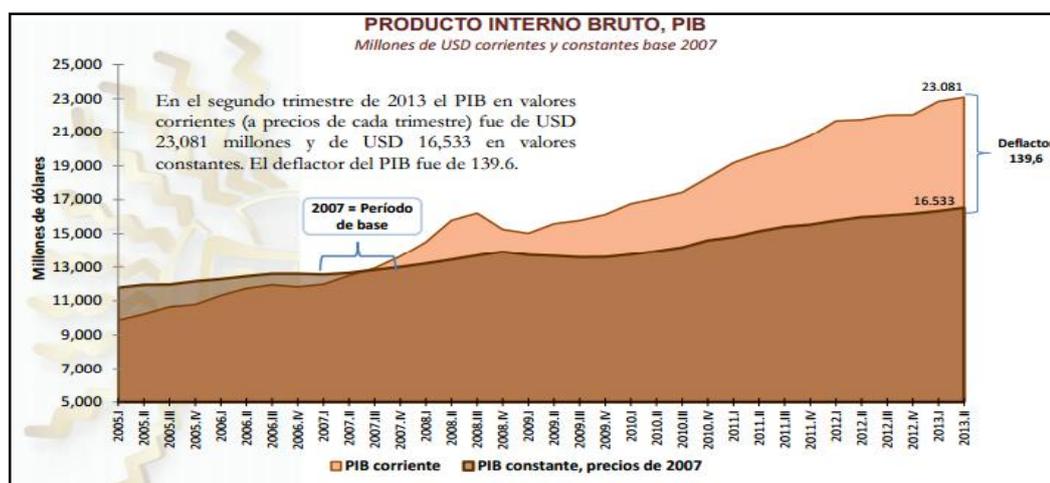
<b>Producción Petrolera</b>										
	Millones de Barriles						Tasa de Crecimiento			
	Ene - Dic			Enero - Noviembre			Ene - Dic		Enero - Noviembre	
	2010	2011	2012	2011	2012	2013	2011/2010	2012/2011	2012/2011	2013/2012
<b>Producción Nacional Crudo en Campo</b>	177.4	182.4	184.3	166.8	168.7	175.1	2.8%	1.1%	1.1%	3.8%
Empresas Públicas	110.0	130.5	133.7	119.3	122.3	131.8	18.7%	2.4%	2.5%	7.8%
EP Petroecuador (Petroproducción)	49.7	55.3	58.3	50.5	53.3	0.0	11.4%	5.4%	5.6%	-100.0%
Petroamazonas EP (B15)	41.8	57.2	54.3	52.4	49.8	108.3	36.7%	-5.0%	-5.0%	117.7%
Operadora Río Napo (Sacha)	18.5	18.1	21.1	16.4	19.2	23.5	+2.3%	17%	17%	22.3%
Compañías Privadas (excl. B15)	67.5	51.8	50.7	47.5	46.4	43.3	+23.2%	-2.3%	-2.3%	-6.7%

	Miles de Barriles					
	Ene - Dic			Enero - Noviembre		
	2010	2011	2012	2011	2012	2013
<b>Producción Promedio Diaria Crudo en Campo</b>	486	500	504	500	504	524
Empresas Públicas	301	358	365	357	365	395
EP Petroecuador (Petroproducción)	136	151	159	151	159	0
Petroamazonas EP (B15)	115	157	148	157	149	324
Operadora Río Napo (Sacha)	51	50	58	49	57	70
Compañías Privadas (excl. B15)	185	142	138	142	139	130

**Gráfico 2 Producción Petrolera**

**Fuente:** Banco Central del Ecuador



**Gráfico 3 PIB**

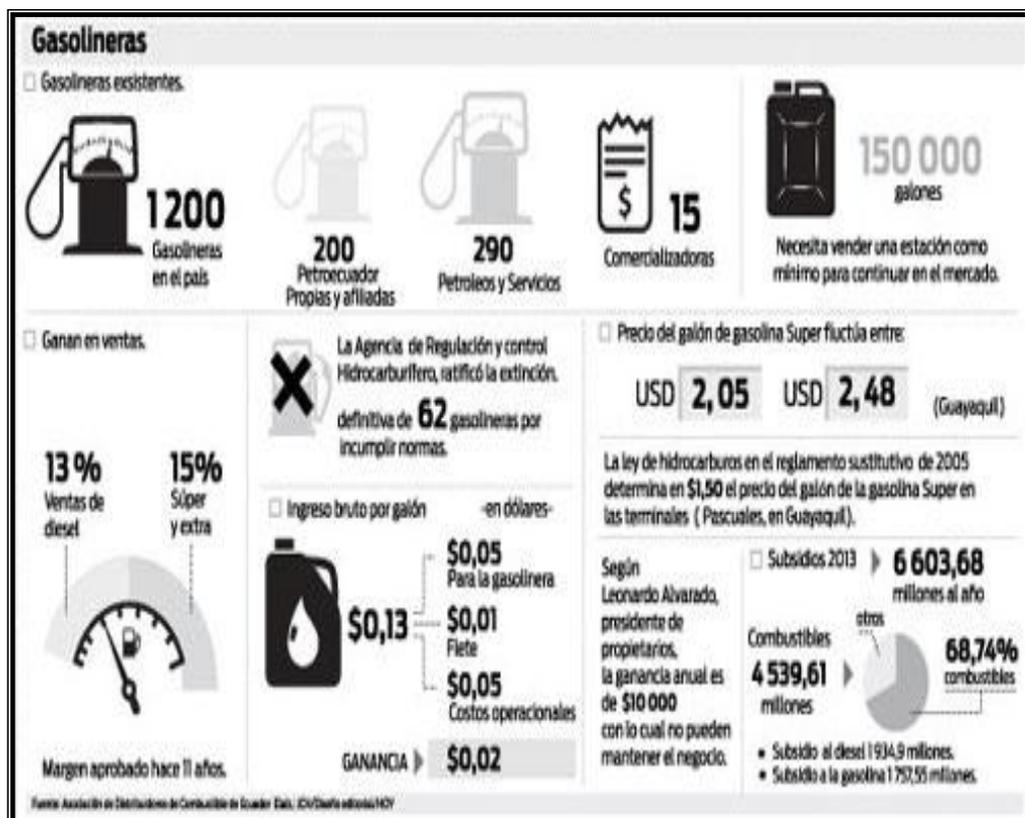
**Fuente:** Banco Central del Ecuador

Como se mencionó anteriormente la producción de petróleo decaerá en un lapso de 25 años aproximadamente, debido a que es un recurso no renovable y cada vez su explotación es con mayor intensidad como se puede apreciar en el Gráfico 2; en la Tabla 1 y 2, se puede observar que el valor unitario por barril del petróleo tiene fluctuaciones considerables de un año a otro, algunas

veces tendiendo a bajar, por lo que las empresas que expenden derivados del petróleo están empezando a tener problemas económicos debido a que la ganancia no es mayoritaria y a su vez tienen muchos gastos por las últimas regulaciones que se le han exigido al sector.

La Empresa COMERCIAL MABOAN es una sociedad anónima que consta de dos accionistas; dedicada a la venta al por menor de combustibles líquidos (gasolina extra, gasolina súper y diesel) al sector automotriz. Fue creada el 19 de junio del 2003 en el Cantón de Portoviejo, Provincia Manabí, actualmente es regulada por la Superintendencia de Compañías y la Agencia de Regulación y Control Hidrocarburífero (ARCH), entre otras entidades.

Para este tipo de empresa, los principales perjuicios son la poca utilidad que reciben (13% por galón vendido); la competencia de las gasolineras de Petroecuador, que tienen servicios a costos menores; los impuestos; las patentes; las alzas salariales, el cumplimiento de ordenanzas municipales, que conllevan más egresos; la facturación a los consumidores que demandará nuevos gastos; y la paulatina compra de estos negocios por parte del Gobierno.



**Gráfico 4 Operacionalidad de las Gasolineras**

**Fuente:** Asociación de la Industria Hidrocarburífera del Ecuador (AIHE)

Como consecuencia del acelerado crecimiento de la competencia pública y debido a las imposiciones por parte del gobierno, COMERCIAL MABOAN S.A. se vio en la necesidad de realizar considerables inversiones en la adquisición de nuevos equipos dispensadores de combustibles, así como adquirir los equipos para implementar un sistema de facturación, situación que ocasionó que sus estados financieros se vean afectados en los niveles de rentabilidad, debido a que los niveles de venta no han logrado justificar la fuerte inversión realizada.

Por tal motivo los accionistas han considerado la opción de ingreso de nuevos socios en la participación accionaria de la empresa que permita un aumento en el capital y en los niveles de liquidez, necesarios para una adecuada gestión empresarial, por lo que la valoración de la empresa a través

de un método adecuado, permitirá tanto a los accionistas como a los posibles inversionistas conocer el precio más cercano al valor real de las acciones en el mercado actual y de esta manera se podrá contar con nuevas fuentes de financiamiento necesarias para continuar con la operación del negocio y lograr el crecimiento esperado.

La valoración de empresas es cada vez más necesaria debido al desarrollo reciente de los mercados de capital en el país, por lo que se ha convertido en un aspecto primordial para que los directivos y empresarios cuenten con un nivel de confianza aceptable al momento de realizar sus inversiones, a través del conocimiento del valor de la empresa y sus acciones.

COMERCIAL MABOAN S.A. no ha incrementado sus ingresos, lo contrario estos han disminuido y solo cubren gastos operacionales dejando como resultado un nivel bajo de utilidad en el último periodo en relación a la inversión que este negocio exige, se espera un crecimiento para los siguientes periodos que permita obtener utilidad en vez de pérdida.

## **1.2. Objetivos**

A continuación se presenta el objetivo general y específico del proyecto a realizarse.

### **1.2.1. Objetivo General**

Desarrollar la valoración de la empresa COMERCIAL MABOAN S.A., a través del método de Flujos Descontados, bajo la perspectiva de escenario optimista y pesimista, que permita determinar el precio unitario de las acciones más cercano a su valor real en el mercado actual, para ofrecerlas al público y obtener financiamiento externo.

### 1.2.2. Objetivos Específicos

- ✚ Investigar el marco teórico referente a la valoración de empresa.
- ✚ Definir la metodología de investigación y el método de valoración a utilizar en el presente trabajo.
- ✚ Identificar y definir los factores (internos y externos) determinantes para el incremento del valor de las acciones en el mercado bursátil.
- ✚ Realizar la valoración financiera de la empresa utilizando el método de Flujos Descontados.
- ✚ Emitir conclusiones y recomendaciones del método de Flujos Descontados, bajo la perspectiva de escenario optimista y pesimista aplicado.

### 1.3. Identificación de la Organización

#### 1.3.1. Razón Social

COMERCIAL MABOAN S.A.

Ruc: 1391723806001

#### 1.3.2. Tipo de Organización

Es una Organización Privada con fin de Lucro, Informal y Descentralizada.

Las **organizaciones** son extremadamente heterogéneas y diversas, cuyo tamaño, características, estructuras y objetivos son diferentes. Esta situación, da lugar a una amplia variedad de **tipos de organizaciones** que los administradores y empresarios deben conocer para que tengan un panorama amplio al momento de estructurar o reestructurar una organización. (Chiavenato, 2006)

### **Organizaciones con fines de lucro**

Llamadas empresas, tienen como uno de sus principales fines (si no es el único) generar una determinada ganancia o utilidad para su(s) propietario(s) y/o accionistas.

### **Organizaciones Informales**

Este tipo de organizaciones consiste en medios no oficiales pero que influyen en la comunicación, la toma de decisiones y el control que son parte de la forma habitual de hacer las cosas en una organización.

Aunque prácticamente todas las organizaciones tienen cierto nivel de formalización, también todas las organizaciones, incluso las más formales, tienen un cierto grado de informalización. (Hitt, Black , & Porter, 2006)

### **Organizaciones Descentralizadas**

En una organización descentralizada, la autoridad que toma decisiones se delega en la cadena de mando hasta donde sea posible. La descentralización es característica de organizaciones que funcionan en ambientes complejos e impredecibles. Las empresas que enfrentan competencia intensa suelen descentralizar para mejorar la capacidad de respuesta y creatividad. (Ferrell, Hirt, & Ramos Garza, 2004)

#### **1.3.3. Sector de la industria o de servicio público de la que forma parte**

COMERCIAL MABOAN S.A pertenece a la Industria Hidrocarburífera del Ecuador, además se encuentra afiliada a Petróleos de los Ríos C.A. (Petrolrios).

Art. 68 “El almacenamiento, distribución y venta al público en el país, o una de estas actividades, de los derivados de los hidrocarburos será realizada por PETROECUADOR o por personas naturales o por empresas nacionales o extranjeras, de reconocida competencia en esta materia y legalmente

establecidas en el país, para lo cual podrán adquirir tales derivados ya sea en plantas refinadoras establecidas en el país o importarlos”. (LEY DE HIDROCARBUROS, 2013)

### 1.3.4. Portafolio de producto o servicio

COMERCIAL MABOAN S.A se dedica al expendio al por mayor y menor de combustibles líquidos al sector automotriz, tales como:

-  gasolina extra
-  gasolina súper
-  diésel.
-  lubricantes

### 1.3.5. Clientes

Es la persona o empresa receptora de un bien, servicio, producto o idea, a cambio de dinero u otro artículo de valor. (Thompson, 2010)

COMERCIAL MABOAN S.A dispone de clientes ocasionales y fijos, que son clasificados de acuerdo a su forma de pago en efectivo o a crédito.

**Tabla 2**

#### **Clientes de COMERCIAL MABOAN S.A**

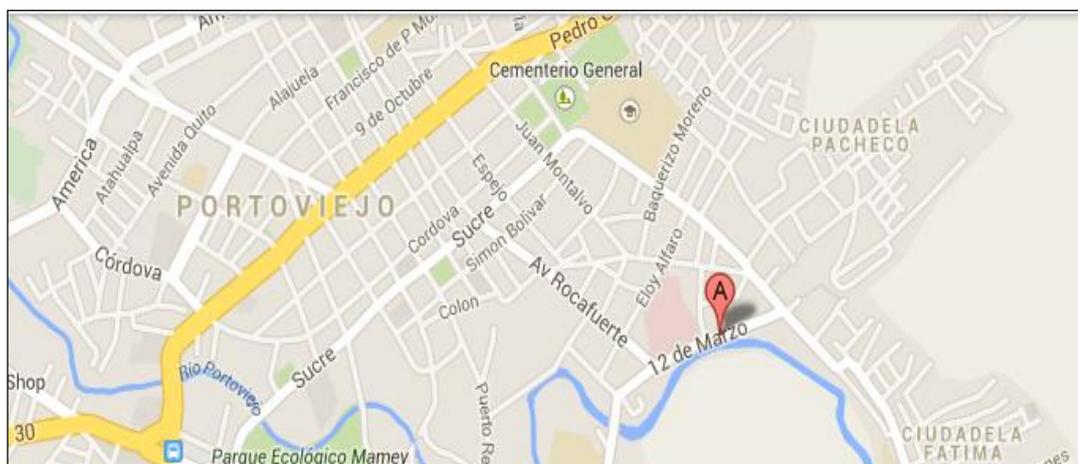
	CLIENTES		
	FIJOS		OCASIONALES
	Crédito	Efectivo	Efectivo
FORMA DE PAGO	42	250	50

**Fuente:** Archivos COMERCIAL MABOAN S.A

### 1.3.6. Cobertura de mercado

La cobertura de una empresa es el número de consumidores a los que se pretende hacer llegar el producto.

COMERCIAL MABOAN S.A está ubicada en la provincia de Manabí cantón Portoviejo, por lo tanto su cobertura geográfica se enfoca en este sector.



**Gráfico 5 Mapa de Cobertura Geográfica**

**Fuente:** Google Maps

Existen estrategias de cobertura de mercado COMERCIAL MABOAN S.A (por el tipo de negocio, estación de servicio de la marca Petrolrios) utiliza la estrategia de distribución exclusiva, esto se refiere a que Petrolrios a otorgado a un número reducido de establecimientos el derecho exclusivo de distribuir sus productos/servicios en los diferentes territorios para tratar de garantizar la calidad del servicio y controlar los precios y promoción del producto.

### 1.3.7. Estructura orgánica

Es organizar a una empresa a nivel de jerarquías es decir desde el empleado de mayor cargo hasta el empleado de menor cargo para que así cada empleado o cada departamento tenga solo un supervisor quien los dirija y controle con sus obligaciones.



**Gráfico 6 Estructura Orgánica**

**Fuente:** Archivos COMERCIAL MABOAN S.A

#### **1.4. Metodología**

A continuación se presentan los métodos de investigación y tipos de estudio que existen y los utilizados para el estudio del presente trabajo.

##### **1.4.1. Métodos de Investigación**

Existen tres tipos de métodos de investigación que se detallan a continuación:

###### **1.4.1.1. Sintético**

Este método de investigación se encuentra basado en la síntesis, la cual consiste en rehacer o reconstruir en el pensamiento toda la variedad de las mutuas vinculaciones del objeto como un todo concreto. (Rocha, 2008, pág. 1)

Se define como un proceso de razonamiento o proceso mental que intenta comprender cabalmente la esencia de lo observado, es decir, la síntesis va de lo abstracto a lo concreto, por lo que si no se quiere incurrir en arbitrariedades se debe tener sumo cuidado en volverlo muy subjetivo.

#### **1.4.1.2. Dialéctico**

Su esencia está determinada por las fuentes teóricas y científicas y por las categorías fundamentales del movimiento, del espacio y del tiempo. (Rocha, 2008, pág. 2)

El método dialéctico es también un método científico que tiene que ver con el conocimiento del mundo, ya que nos proporciona la capacidad de entender los fenómenos de la naturaleza y sociedad. Su principal característica es que todo está unido, no existen elementos separados, y sin embargo todo está en un constante cambio o transformación debido a las fuerzas contrarias.

#### **1.4.1.3. Inductivo**

El método inductivo es un proceso en el que, a partir del estudio de casos particulares, se obtienen conclusiones o leyes universales que explican o relacionan los fenómenos estudiados. (Rodríguez, 2014)

Es el método científico más usual que realiza como primer paso la observación, para luego pasar a la clasificación y posteriormente al estudio de todos y cada uno de los hechos previamente observados y por último llegar a una conclusión general. En conclusión este método nos lleva de lo particular a lo general.

#### **1.4.2. Tipos de Estudios**

Los autores clasifican los tipos de estudios de diferentes maneras, sin embargo para el presente trabajo utilizaremos la clasificación de (Dankhe &

Fernández, 1986) que considera cuatro tipos de estudios: exploratorios, descriptivos, correlacionales y explicativos, se detallan a continuación:

#### **1.4.2.1. Exploratorios**

Este tipo de estudio toma lugar y se efectúan cuando el objetivo es examinar un tema o problema de investigación poco estudiado o que no ha sido abordado con anterioridad. (Dankhe & Fernández, 1986, pág. 140)

Este tipo de estudio no pretende explicar el problema, sino identificar los antecedentes del mismo y dar sugerencias de lo que debería investigarse más a profundidad. Su objetivo principal es examinar tópicos no abordados anteriormente o investigados de manera parcial.

#### **1.4.2.2. Descriptivos**

Pretende de manera general especificar las propiedades importantes de personas, grupos, comunidades o cualquier otro fenómeno que sea sometido a análisis. (Dankhe & Fernández, 1986, pág. 140)

También se los conoce como estudios estadísticos, ya que describen datos que a futuro deberán tener un impacto en su alrededor. Su objetivo principal es conocer situaciones mediante la descripción exacta de las mismas.

#### **1.4.2.3. Correlacionales**

Se aplica en situaciones complejas en las que es importante relacionar variables en las que no es posible el control experimental, es decir que estas variables no pueden ser manipuladas ni controladas. Teniendo como propósito medir el grado de relación que existe entre dos o más variables. (Dankhe & Fernández, 1986, pág. 141)

#### **1.4.2.4. Explicativos**

Busca encontrar causas o razones, el porqué de los eventos y las condiciones en las que se desarrollan. Necesitan de una gran capacidad de análisis, síntesis e interpretación. Están dirigidos a responder a las causas de los eventos físicos o sociales. (Dankhe & Fernández, 1986, pág. 141)

El método principal a utilizar en esta tesis será el explicativo ya que existen algunas teorías sobre métodos de valoración de empresas que podrían ser aplicados a nuestro caso. Además también se utilizara el estudio descriptivo ya que tomara muy en cuenta datos estadísticos que permitan realizar comparaciones, para ejecutar estas comparaciones, se utilizara también el método deductivo ya que partiremos de datos generales para luego pasar a datos particulares de la empresa.

## **CAPÍTULO II**

### **MARCO TEÓRICO**

#### **2.1. Valoración de empresas**

Se puede definir como: el proceso mediante el cual se busca la cuantificación de los elementos que constituyen el patrimonio de una organización pero sobre todo su actividad, su potencialidad o cualquier otra característica de la misma de ser susceptible de ser valorada. (Fernández & PricewaterhouseCopers, 2013)

Los motivos que llevan a valorar una empresa pueden ser internos y 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. Por otro lado, los motivos externos están enfocados a demostrar el valor de la empresa ante terceros, generalmente en casos de ventas, fusiones y/o decisiones. (Brugger, 2014)

Se debe tomar en cuenta que una valoración es únicamente una estimulación 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.

#### **2.2. Métodos de Valoración de empresas**

Se emplean diferentes métodos de valoración de empresas que varían en el grado de análisis que requiera cada caso y de la finalidad con la que se realice la valoración.

A continuación se presentan los métodos utilizados para este trabajo:

<b>MÉTODOS DE VALORACIÓN</b>					
<b>SIMPLES</b>		<b>MIXTOS O COMPUESTOS</b>	<b>COMPARATIVOS, RELATIVOS, POR MÚLTIPLOS</b>	<b>CREACIÓN DE VALOR</b>	<b>OPCIONES</b>
<b>ESTÁTICOS, ANALÍTICOS, PATRIMONIA- LES O DE BALANCE</b>	<b>DINÁMICOS O DE FLUJOS DESCONTADOS</b>				
Valor contable	Free cash flow	Clásico	PER	EVA	Black y scholes
Valor contable ajustado	Cash flow disponible para los accionistas	UEC simplificado o Renta abreviada	Ventas	Beneficio económico	Binomial
Valor de liquidación	Dividendos	Indirecto o de los prácticos	EBITDA	Cash value added	
Valor sustancial	Capital cash flow	Directo o Anglosajón	Otros múltiplos	CFROI	
	Adjusted present value	Compra de Resultados anuales			
		Tasa con riesgo y tasa sin riesgo			

### **Gráfico 7 Métodos de Valoración**

**Fuente:** Fernández, P. (2008), Métodos de valoración de empresas

#### **2.2.1. Métodos Simples**

También conocidos como métodos analíticos “consideran a la empresa como un conjunto de elementos constituyentes de una estructura económica lista para la producción, la cual ha sido posible gracias a una financiación”. Tal estructura, en su vertiente, económica y financiera, aparece reflejada, cualitativa y cuantitativamente, a través del balance de las empresas. Consecutivamente el valor de la empresa ha de quedar expresado en tal balance como suma de todos y cada uno de los elementos que lo componen. (Rojo, 2011)

Toman en cuenta el presente o bien el futuro del negocio, se utilizan para estimar el valor patrimonial de la empresa, el cual se obtiene mediante la suma de todos sus elementos patrimoniales previamente valorados de forma individualizada. (Sanjurjo & Reinoso, 2003)

Los métodos simples se clasifican en estáticos y dinámicos, donde la principal diferencia es que el método estático no considera las expectativas monetarias futuras, sino los componentes patrimoniales actuales, mientras que el método dinámico prevé flujos futuros de dinero descontados a una tasa adecuada que varía de acuerdo al riesgo.

#### **2.2.1.1. Métodos Estáticos**

Se basan exclusivamente en datos de los balances de la empresa. Además se caracterizan por considerar de forma exclusiva la situación actual de la empresa. Por lo tanto analizan el valor de la empresa en un momento determinado sin tener en cuenta su capacidad de generar o destruir su valor en un futuro. (García, 2010, pág. 3)

Como su nombre lo indica este método proporciona una valoración de la empresa desde una perspectiva estática y patrimonial, basándose en el valor de la empresa contenida en el balance sin tener en cuenta las expectativas y desarrollo futuro de la empresa. Aunque es un método sencillo de calcular e idóneo en determinadas situaciones (empresas en liquidación o cierre), en el caso de empresas en financiamiento proporcionan un valor de la empresa alejado de la realidad. Dentro de esta categoría podemos destacar los métodos del valor técnico contable, del activo neto real, del valor de liquidación y del valor sustancial. (García, 2010, pág. 7)

Al ser un método tan simple, lo convierte en irreal, debido a que no considera la situación de la empresa en el transcurso del tiempo y como esto influye en la

determinación de la misma. Además los estados financieros no siempre son el reflejo real de la situación económico-financiero de la empresa.

Dentro de este grupo se encuentran:

- ✚ Valor Contable
- ✚ Valor Contable ajustado
- ✚ Valor de Liquidación
- ✚ Valor Sustancial

#### **2.2.1.1.1 Valor Contable**

Conocido como valor en libros, patrimonio neto o fondos propios de la empresa es “el valor de los recursos propios que se desprende del balance de situación ajustado por los activos ficticios (gastos de establecimiento y acciones propias). (Labatut, 2005, pág. 23)

Se calcula como la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible, es decir, el excedente del conjunto de bienes y derechos de una sociedad sobre la totalidad de su deuda frente a terceros. Su principal defecto es que los criterios contables están sujetos a cierta subjetividad y rara vez coincide el valor contable con el valor de mercado. (Pons, 2008, pág. 17)

Consiste en valorar la empresa por el valor nominal de sus acciones. Evidentemente solo sirve para aquellas empresas que tengan su capital dividido en este tipo de títulos. Además, no nos informa sobre el valor global de la empresa, sino sobre el valor de esta para sus acciones. Por otro lado, como no contempla las reservas solo sirve para empresas de reciente creación en las que estas aún no se hayan dotado. Su utilidad práctica es mínima. (Martínez, 2009, pág. 50)

Es importante tener una información confiable, clara, concisa y homogénea a través de la contabilidad. Debido a la aplicación de los principios de

prudencia y del valor de adquisición, los valores que encontraremos en los balances son básicos para la utilización de este método y no serán muy útiles para obtener un valor lo más parecido posible a la realidad, razón por la cual se debe analizar la valoración de cada partida del balance. (Sanjurgo & Reinoso, 2003, pág. 40)

#### **2.2.1.1.2 Valor contable Ajustado**

Se define como: el valor del patrimonio neto ajustado a los precios del mercado (valores de reposición). (Labatut, 2005, pág. 23)

Ajusta los valores históricos que constan en el balance tanto de activos como de pasivos a valores actuales. El problema de la aplicación de este método radica en la valoración de los activos, ya que no existe un mercado secundario de referencia con el cual se pueda comparar para realizar los ajustes necesarios por lo que se presenta un alto grado de subjetividad para los mismos. Como por ejemplo, los bienes usados o muy específicos sin posibilidad de venta.

#### **2.2.1.1.3 Valor de liquidación**

Es el valor de la empresa en el caso de que interrumpa sus funciones o sea liquidada. En la aplicación de este método “se producirá la venta de los activos por separado (no en bloque) y el pago de los pasivos y gastos de liquidación”, razón por la cual los activos se deprecian con la liquidación y los pasivos pueden aumentar para cubrir posibles indemnizaciones a los asalariados, honorarios de liquidadores, costes de cese de la actividad. (Labatut, 2005, pág. 23)

El valor liquidativo es el resultado de la diferencia entre el patrimonio neto ajustado y los gastos de liquidación del negocio, es decir en caso de que la empresa cese sus actividades e incurra en gastos inherentes a esta situación. (Pons, 2008, pág. 19)

La fórmula de cálculo para el método de valor de liquidación sería:

#### **Ecuación 1 Cálculo del Método de Valor de Liquidación**

$$VL = \text{Valor de Mercado de activo} - \text{Valor de Pasivo} - \text{Pasivo Contingente}$$

**Fuente:** (Sanjurjo & Reinoso, 2003, pág. 43)

#### **2.2.1.1.4 Valor sustancial**

Representa la inversión que debería efectuarse para constituir una empresa en idénticas condiciones a la que está valorando. (Fernández P. , 2008, pág. 5)

El valor sustancial de una sociedad equivale a la inversión que sería necesaria para constituir una empresa en idénticas condiciones a la que se está valorando. Para su cálculo se suelen dejar fuera los bienes que no sirven para la explotación como los terrenos no utilizados, las participaciones de las empresas. (Pons, 2008, pág. 18)

Este método pretende valorar los activos bajos el supuesto de continuidad, considerando únicamente los que estén afectos a la explotación incluidos ciertos valores ficticios necesarios como los gastos de constitución, ya que estos son indispensables para el inicio de la actividad. (Labatut, 2005, pág. 25)

#### **2.2.1.2. Métodos Dinámicos**

El valor de la empresa depende de la capacidad para generar flujos de caja operativos futuros.

Este método valora los negocios de acuerdo a las expectativas futuras de la empresa, consideran a la misma como un proyecto de inversión cuyo valor obtenido es el resultado de la actualización de los rendimientos futuros, se basa en la cuantificación de dos conceptos:

1. El valor de sus activos a precio de mercado
2. La estimación de los flujos de rentabilidad que este sea capaz de generar.

Los métodos dinámicos se diferencian en la variable que mejor representa el rendimiento de la empresa, ya sean estos beneficios, dividendos, flujos de caja.

**Tabla 3**

**Flujos de fondos y Tasas de descuento**

TIPO DE FLUJOS DE FONDOS	TASA DE DESCUENTO CORRESPONDIENTE
<b>FCF:</b> Flujo de Fondos Libres	<b>WACC:</b> Coste ponderado de los recursos
<b>CFac:</b> Flujo disponible para los accionistas	<b>Ke:</b> Rentabilidad exigida a las acciones <b>Kd:</b> Rentabilidad exigida a la deuda
<b>CFd:</b> Flujo disponible para la deuda	<b>WACC:</b> antes de impuestos
<b>CFd:</b> Flujo de caja de Capital	<b>Kc:</b> Coste de los recursos propios

**Fuente:** (Sanjurgo & Reinoso, 2003, pág. 44)

El valor obtenido mediante la aplicación de los métodos de valoración de empresas dinámicos está compuesto por dos variables.

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

Dentro de este método se encuentran:

- 📊 Free Cash Flow (FCF)
- 📊 Cash flow disponible para los accionistas (CFac)
- 📊 Valor de los dividendos
- 📊 Capital Cash Flow (CCF)
- 📊 Valor actual ajustado (APV)

### 2.2.1.2.1. Free Cash Flow (FCF)

Denominado flujo de caja descontado, es una técnica de valoración que valora la compañía como la suma de los valores presentes de sus cash flows libres previstos descontados a una tasa de descuento (WACC). (ACCID, 2009, pág. 33)

El FCF o flujo de caja libre es el dinero que quedaría disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en necesidades operativas de fondos, suponiendo que no existe deuda ni cargas financieras.

La obtención de los datos para la valoración a través del FCF no se debe basar en la contabilidad, ya que en esta constan las depreciaciones y la asignación de ingresos, costes y gastos se basan en criterios arbitrarios. Por estas razones utilizar datos de la contabilidad no es conveniente, puesto que para el FCF se debe tomar en cuenta el dinero efectivamente recibido o entregado (cobros y pagos). Sin embargo, ajustando la contabilidad según los requisitos para la valoración, proporcionaría información útil. (Fernández P. , 2008, pág. 16)

El valor de la empresa a través de este método es:

#### Ecuación 2

#### Valor de la empresa mediante FCF

$$V = E + D = \frac{FCF}{1 + WACC}$$

**Fuente:** (Sanjurjo & Reinoso, 2003, pág. 43)

#### Donde:

**V** = valor estimado de la empresa

**E** = valor de mercado de las acciones

**D** = valor de mercado de la deuda existente

**FCF** = flujo de caja libre

### **Ecuación 3**

#### **Cálculo del WACC**

$$WACC = Eke + Dkd = \frac{1 + t}{E + D}$$

**Fuente:** (Sanjuro & Reinoso, 2003, pág. 43)

#### **Donde:**

**E** = valor de mercado de las acciones

**ke** = rentabilidad exigida a las acciones, refleja el riesgo de las mismas

**D** = valor de mercado de la deuda

**kd** = costo de la deuda antes de impuestos

**t** = tasa de impuestos

El WACC es simplemente la tasa a la que se debe descontar el FCF para obtener el mismo valor de las acciones que proporciona el descuento de los flujos para el accionista.

#### **2.2.1.2.2. Cash flow Disponible para los Accionistas (CFac)**

Corresponde al Cash Flow Final calculado mediante la diferencia de los cobros y pagos que incluyen las amortizaciones a la deuda, inversiones de capital efectivas, impuestos, capital de trabajo; dando como resultado un Cash Flow Final, con el cual los accionistas pueden disponer para el pago de los dividendos o recompra de acciones. (Ardaya, 2009)

Este método se define como el flujo de fondos que queda disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en NOF, y de haber abonado las cargas financieras y devuelto el principal de la deuda que corresponda (en el caso de que exista deuda).

Se puede representar lo anterior en la siguiente fórmula:

#### Ecuación 4

##### Cálculo del CFac

$$Cfac = FCF - [intereses\ pagados * (1 - T)] - \text{pagoprincipal} + \text{nuevadeuda}$$

**Fuente:** (Fernández P. , 2008, pág. 21)

Para obtener el valor total de la empresa, se deben sumar los flujos disponibles para los accionistas más el valor de la deuda existente y el Cfac se calcula por la diferencia entre el valor operativo y el valor de la deuda, donde:

🚦 **Valor Operativo:** valor actualizado de los flujos de caja operativos libre

🚦 **Valor de la deuda:** valor actual de los flujos de caja de los acreedores.

#### 2.2.1.2.3. Valor de los dividendos

El método de valoración por dividendos, se utiliza generalmente para empresas maduras (que pagan sus dividendos) desde la óptica del inversor particular. El valor de las acciones de una empresa es igual a la suma de sus infinitos dividendos descontados al coste de los fondos propios, kc. (Fabregat)

En este método también pueden establecer varias fases de proyección de dividendos. Cada fase puede tener crecimientos distintos y acabar en el valor terminal con un crecimiento moderado. Suponiendo el caso más simple, de una tasa de crecimiento del dividendo  $g$  constante desde el inicio de la valoración y un coste de los fondos propios de  $kc$ , la fórmula a utilizar sería:

#### Ecuación 5

##### Valor de acciones

$$Valoraciones = \frac{Dividendo\ a\ \text{año}1}{kc - g}$$

**Fuente:** (ACCID, 2009, pág. 18)

#### 2.2.1.2.4. Capital Cash Flow (CCF)

Es el flujo de efectivo que se distribuye entre los inversores de la firma (accionista y obligaciones). Es afectado por el financiamiento, ya que la deuda financiera genera un ahorro fiscal que aumenta el efectivo a distribuir entre los inversores. (López, 2008)

El valor de la empresa (valor de mercado de sus recursos propios más el valor de mercado de su deuda) es igual al valor actual de los capital cash flows descontados al coste ponderado de los recursos antes de impuestos (WACC). Donde el WACC no es más que el promedio entre el coste de la deuda ( $k_d$ ) y el coste de las acciones ( $k_c$ ). De lo cual se desprende que:

#### Ecuación 6

##### Capital Cash Flow; Valor de la empresa

$$E + D = \text{valor actual} [CCF; WACC]$$

Fuente: (López, 2008, pág. 51)

#### Ecuación 7

##### WACC mediante CCF

$$WACC = \frac{E k_e + D k_d (1 + T)}{E + D}$$

Fuente: (López, 2008, pág. 51)

#### Donde:

**E** = valor de mercado de las acciones

**ke** = rentabilidad exigida a las acciones, refleja el riesgo de las mismas

**D** = valor de mercado de la deuda

**kd** = costo de la deuda antes de impuestos = rentabilidad exigida a la deuda

**T** = tasa impositiva

### 2.2.1.2.5. Valor Actual Ajustado (APV)

El APV del proyecto es igual al PV del proyecto sin apalancamiento más el valor presente de las deducciones impositivas de intereses del financiamiento, de deuda adicional creado al emprender el proyecto. (Zvi & Merton, 2003)

El APV tiene una ventaja en lo que respecta a flexibilidad, ya que permite explorar las implicaciones de las diferentes estrategias de financiación, sin necesidad de tener en cuenta un nivel de endeudamiento dado y sin tener que calcular un nuevo costo promedio ponderado de capital para cada escenario. El APV es particularmente útil cuando el valor de la deuda de un proyecto o firma está atado al valor en libros o debe ser pagada de una manera preestablecida. (Vélez, 2004)

Este método es basado en el método de valuación de deducción impositiva, de ahí que según el método APV la forma de cálculo es:

#### Ecuación 8

#### Método de APV

$$E + D = Vu + \text{Valordelahorrodeimpuestos} = \frac{FCF}{Ku} + \text{valordelahorrodeimpuestos}$$

**Fuente:** (Vélez, 2004, pág. 3)

#### Donde:

**E** = valor de mercado de las acciones

**ku** = rentabilidad exigida a la deuda

**D** = valor de mercado de la deuda

### 2.2.2. Métodos Mixtos o Compuestos

Este método no se encuentra en la categoría de dinámico puro, debido a que en su metodología de cálculo no se tiene en cuenta algunos principios fundamentales de la valoración financiera (valor del dinero en el tiempo).

Añaden el valor de los activos tangibles de la empresa (calculado en base a modelos basados en balances) el valor de los intangibles, agrupados en lo que genéticamente se conoce como fondo de comercio. (García, 2010, pág. 17)

Los métodos mixtos o compuestos no son usualmente utilizados. Intentan aportar a la vez una visión estática y dinámica de la empresa. Parten del balance actual y le añaden un plus adicional en función de la generación de beneficios futura. (ACCID, 2009, pág. 19)

Estos métodos agregan un componente dinámico, y ya no se trata solo de determinar el valor patrimonial de la empresa como suma de sus componentes, sino que agregan el concepto de plusvalía económica, Good Will o fondo d comercio como concepto dinámico. (Labatut, 2005, pág. 25)

El fondo de comercio representa “el valor de los elementos inmateriales de la empresa, que muchas veces no aparece reflejado en el balance, sin embargo, aporta una ventaja respecto a otras empresas del sector”. (Fernández P. , 2008, pág. 12)

Los métodos mixtos a su vez se clasifican en:

- 🚧 Método de valoración clásica
- 🚧 Método simplificado de la renta abreviada o de la UEC simplificado
- 🚧 Método indirecto o de los prácticos
- 🚧 Método anglosajón o directo
- 🚧 Método de compras de resultados anuales
- 🚧 Método de la tasa con riesgo y sin riesgo

#### **2.2.2.1. Método de Valoración Clásica**

El valor de la empresa es el resultado de la siguiente suma: valor sustancial neto más fondo de comercio, de lo que se desprenden las siguientes fórmulas:

### Ecuación 9

#### Valor de la empresa mediante Valoración Clásica

$$V = A + (n * B) \text{ para empresas sin industriales}$$

$$V = A + (z - F) \text{ para el comercio minorista}$$

**Fuente:** (ACCID, 2009, pág. 169)

#### Donde:

**A** = valor del activo neto

**n** = coeficiente comprendido entre 1,5 y 3

**F** = Facturación

**B** = Beneficio Neto

**z** = Porcentaje de la cifra de ventas

Según los clásicos para calcular el valor del fondo de comercio se multiplica el beneficio neto de la empresa por un determinado coeficiente o se aplica un cierto porcentaje a la facturación. (Pons, 2008, pág. 18)

El valor del fondo de comercio se calculará multiplicando un número de años (n) que permita al comprador amortizar su inversión (normalmente 5 años) por el Beneficio Neto de la empresa (BN). Por tanto este método, considerado el más antiguo de la formación clásica, utiliza los beneficios esperados calculados a partir de los pasados, pero sin actualizar dichos beneficios futuros.

#### 2.2.2.2. Método Simplificado de la Renta Abreviada o de la UEC Simplificado

En este método el fondo de comercio se entiende como el valor actual del flujo de “superbeneficios” (beneficios por encima de lo normal en el sector). (Iriarte, 2010, pág. 19)

Tiene su origen en el valor del patrimonio neto ajustado al que se le añade el fondo de comercio, calculado mediante capitalización, por aplicación de un coeficiente de un “superbeneficios” igual a la diferencia entre el beneficio neto y la inversión del activo neto en el mercado de capitales al tipo de interés correspondiente a la tasa sin riesgo.

### Ecuación 10

#### UEC simplificado

$$V = A + a_n (B * IA)$$

**Fuente:** (Pons, 2008, pág. 18)

#### Donde:

**A** = activo neto corregido

**a<sub>n</sub>** = valor actual, a un tipo t, de *n* anualidades unitarias con *n* entre 5 y 8 años

**B** = Beneficio Neto del último año o el previsto para el año próximo

**i** = Rentabilidad de una inversión alternativa

**a<sub>n</sub>** = (B\*IA) fondo de comercio o goodwill

#### 2.2.2.3. Método Indirecto o de los Prácticos

El valor empresarial es el resultado de ponderar el valor sustancial y el valor de los beneficios, así por ejemplo, si se pondera en la misma proporción el valor del activo neto y el valor de la rentabilidad el valor sería:

### Ecuación 11

#### Método de los prácticos

$$V = \frac{A + \frac{B}{i}}{2}$$

**Fuente:** (Martín Marín & Trujillo Ponce, 2000)

Que también puede expresarse así:

### **Ecuación 12**

#### **Método Indirecto**

$$V = A + \frac{B - IA}{2i}$$

**Fuente:** (Martín Marín & Trujillo Ponce, 2000, pág. 67)

#### **Donde:**

**i** = suele ser el tipo de interés de los títulos de renta fija del Estado a largo plazo

**B** = es muchas veces el beneficio medio de los últimos tres años. Tiene muchas variantes, que resultan de ponderar de manera distinta el valor sustancial y el valor de capitalización de los beneficios.

El bab-will o fondo de comercio negativo surge cuando el importe satisfecho en la adquisición de una empresa es inferior a la suma de los valores reales de los valores tangibles e intangibles adquiridos que pueden ser identificados, menos los pasivos asumidos. (Sanjuro & Reinoso, 2003, pág. 44)

#### **2.2.2.4. Método Anglosajón o Directo**

Consiste básicamente en una corrección del valor sustancial mediante el cálculo de un goodwill. Se puede definir como el valor resultante de sumar algebraicamente el valor sustancial, un goodwill (o fondo de comercio).

El valor de la empresa según los anglosajones toma en cuenta el fondo de comercio que se obtiene actualizando una duración infinita el superbeneficio calculado como la diferencia entre el beneficio neto y lo que se obtendría de la colocación a un tipo de interés de un capital similar al valor del activo de la empresa.

**Ecuación 13****Método Directo**

$$V = A + \frac{B - IA}{t_m}$$

**Fuente:** (Fernández P. , 2008, pág. 16)

**Donde:**

$t_m$  = tasa de interés de los títulos de renta fija multiplicada por un coeficiente comprendido entre 1,25 y 1,5 para tener en cuenta riesgo.

**2.2.2.5. Método de Compras de Resultados Anuales**

El valor del fondo de comercio es igual a un cierto número de años de superbeneficio. (Pons, 2008, pág. 19)

De este método se deduce que el comprador está dispuesto a pagar el valor del activo neto más determinados años de superbeneficios. Para este método se utiliza la siguiente fórmula:

**Ecuación 14****Método de Compras de Resultados Anuales**

$$V = a + m(B - IA)$$

**Fuente:** (Fernández P. , 2008, pág. 72)

**Donde:**

$m$  = número de años que se suele utilizar es entre 3 y 5.

$i$  = tipo de interés a largo plazo

### 2.2.2.6. Método de la Tasa con Riesgo y sin Riesgo

Este método supone que el valor de una sociedad es igual al activo neto aumentado con la actualización del superbeneficio para lo cual se emplea la siguiente fórmula:

#### Ecuación 15

#### Método de la Tasa con Riesgo y sin Riesgo

$$V = A + \frac{(B - IV)}{t}$$

$$\text{despejado } V = \frac{A + \frac{B}{t}}{1 + \frac{i}{t}}$$

**Fuente:** (Pons, 2008, pág. 20)

#### Donde:

**i** = tasa de una colocación alternativa sin riesgo

**t** = tasa con riesgo que sirve para actualizar el superbeneficio y es igual a la tasa aumentada con un coeficiente de riesgo.

La fórmula es una derivación del método de la UEC cuando el número de años tiende a infinito. (Fernandez, 2009, pág. 16)

### 2.2.3. Métodos Comparativos (Valoración Relativa o por Múltiplos)

La ventaja de este método es su sencillez y que realizan la valoración de una empresa por comparación con ciertas variables de otras empresas comparables.

Actualmente estos métodos están siendo muy aplicados para calcular el valor de empresas que no cotizan a partir de la valoración de mercado de empresas comparables cotizadas.

Evidentemente, no hay dos empresas iguales, sin embargo para poder aplicar estos métodos con cierta garantía hay que identificar y seleccionar empresas que puedan ser comparables. Para ello, se seleccionan empresas del mismo sector y cuota del mercado, tamaño, estructura financiera, diversificación de productos, expectativas de venta, márgenes de rentabilidad.

Los métodos comparativos a su vez se clasifican en:

- 🚦 Ratio PER: Relación Precio-Beneficio
- 🚦 Relación Precio/Ventas
- 🚦 Relación Precio/ Ebitda
- 🚦 Otros múltiplos

### 2.2.3.1 Ratio PER: Relación Precio-Beneficio

Este método de valoración se calcula multiplicando el beneficio con un PER adecuado, que indica el múltiplo con el que se está valorando el beneficio de una empresa.

Se pueden utilizar tanto datos históricos de empresas agrupadas del sector como datos de empresas cotizadas y existen tres variantes:

$$\text{🚦 PER} = \frac{P}{B_{pa}}$$

$$\text{🚦 PER dividendos} = \frac{P}{d}$$

$$\text{🚦 PER Cash Flow} = \frac{P}{CF}$$

**Donde:**

**P** = precio de mercado de la acción

$$B_{pa} = \text{beneficio por acción} = \frac{B}{\# \text{ acciones}}$$

**d** = dividendos por acción

**CF** = cash flow por acción

(Labatut, 2005, pág. 27)

La aplicación de este método de valoración es muy importante la definición de sus parámetros: cotización y beneficio. Estos deben ser homogéneos para todas las empresas consideradas análogas a la analizada. En este sentido, se suele utilizar el PER de otra empresa de similares dimensiones perteneciente al mismo sector de actividad, o bien el PER medio de varias empresas del sector, o incluso la media de todo el sector. La información para calcular el PER de estas empresas comparables la obtenemos del mercado bursátil, o de operaciones de compra-venta ocurridas recientemente.

### 2.2.3.2 Relación Precio/Ventas

Otro múltiplo que se usa en la valoración de empresas son las ventas. El uso de este método es frecuente debido a su simplicidad. Consiste en multiplicar las ventas anuales de la firma por un múltiplo de ventas. Como benchmark puede utilizarse un múltiplo de referencia de empresas del mismo sector. (López, 2008, pág. 20)

Algunas ventajas de este múltiplo es que puede utilizarse aun si hay resultados negativos y sirve para visualizar cambios en las políticas de precios, siendo su principal desventaja que no refleja la capacidad de control de costos y márgenes de utilidad.

El valor de la empresa se calcula de la siguiente forma:

#### **Ecuación 16**

#### **Valor Empresa - Relación Precio/Ventas**

$$\text{valordela empresa} = \frac{\text{precio}}{\text{ventas}} * \text{ventas}$$

**Fuente:** (López, 2008, pág. 20)

### 2.2.3.3 Relación Precio/ Ebitda

EBITDA o Earning Before Interests, Taxes, Depreciations and Amortizations, es la utilidad antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones. Esta herramienta representa el margen de utilidad en efectivo que tiene la empresa.

#### Ecuación 17

##### EBITDA

$$\text{EBITDA} = \text{Utilidad de la operación} + \text{Depreciaciones y Amortizaciones}$$

**Fuente:** (Fernández P. , 2008, pág. 73)

EBITDA, es el resultado de la empresa antes de interés e impuestos y representa el rendimiento operativo, por lo que es una buena base para la proyección de la rentabilidad futura. (Fernández P. , 2008, pág. 73)

La fórmula para conocer el valor de la empresa es:

#### Ecuación 18

##### Valor de la Empresa mediante EBITDA

$$\text{valor de la empresa} = \frac{\text{Precio}}{\text{EBITDA}} * \text{EBITDA}$$

**Fuente:** (Fernández P. , 2008, pág. 74)

### 2.2.3.4 Otros múltiplos

Dependiendo del múltiplo usado, que pueden ser EBIT o NOPAT, el valor de la empresa se calculara aplicando la misma fórmula del cociente entre el precio (comparable) y el múltiplo, y multiplicándola nuevamente por el múltiplo.

## 2.2.4. Métodos de Creación de Valor

Los métodos de creación de valor más comunes son los siguientes:

- 📊 Economic Value Added (EVA)
- 📊 Beneficio Económico (BE)
- 📊 Cash Value Added (CVA)
- 📊 Cash Flow Return Off Investment (CFROI)
- 📊 Métodos de Opciones Reales

### 2.2.4.1. Economic Value Added (EVA)

Valor económico agregado es el valor resultante luego de haber descontado todos los gastos (incluye impuestos y costo de oportunidad de los accionistas).

La definición de EVA es:

#### Ecuación 19

#### EVA

$$EVA = NOPAT - (D + E_{vc}) WACC$$

**Fuente:** (Franklin, 2007)

**NOPAT** (Net Operating Profit After Taxes) es el beneficio de la empresa sin deuda.

El EVA también mezcla parámetros contables (el beneficio y el valor contable de las acciones y de la deuda) con un parámetro de mercado (WACC). Es una herramienta que permite calcular y evaluar la riqueza generada por la empresa, teniendo en cuenta el nivel de riesgo con que opera. (Amat, 2002)

Si el EVA es positivo, la compañía está creando valor, pero si es negativo, está perdiendo capital, lo que se refleja en el rendimiento que los accionistas no obtendrán, debido a que la empresa no está creando valor. A largo plazo,

sólo las empresas que generan valor pueden sobrevivir. Los inversionistas gustan del EVA porque relaciona las utilidades con la cantidad de recursos necesarios para lograrlas.

#### **2.2.4.2. Beneficio Económico (BE)**

También llamado residual income es el Beneficio contable menos el valor contable de las acciones multiplicado por la rentabilidad exigida a las acciones y mezcla parámetros contables (el beneficio y el valor contable de las acciones) con un parámetro de Mercado (la rentabilidad exigida de las acciones). (Fernandez, 2009, pág. 1)

La fórmula de este método es:

#### **Ecuación 20**

#### **Beneficio Económico**

$$BE = BDT - (KE * Evc)$$

**Fuente:** (Sanjurgo & Reinoso, 2003, pág. 46)

#### **Donde:**

**BE** = Beneficio después de impuestos

**KE** = Rentabilidad exigida a las acciones

**Evc** = Valor contable de las acciones

Se puede comprobar que el valor actual neto del BE y del EVA coincide con la diferencia entre el valor de las acciones y su valor contable. Sin embargo, algunas empresas consultoras propugnan que el BE y el EVA miden la creación de valor de la empresa en cada periodo, y esto es tremendo error, como se verá no tiene ningún sentido dar al BE o al EVA el significado de creación de valor en cada periodo. (Fernández P. , 2008, pág. 78)

### 2.2.4.3. Cash Value Added (CVA)

Es una variante del EVA; es el beneficio antes de intereses más la amortización contable menos la amortización económica menos el coste de los recursos utilizados. El CVA es un parámetro propuesto por el Boston Consulting Group. (Fernández P. , 2008, pág. 78)

El valor actual del CVA descontado a la tasa WACC coincide con el Market Value Added (MVA). Coincide, por tanto, con el valor descontado del EVA en empresas que tienen activos fijos y necesidades operativas de fondos constantes. Su ventaja respecto de los indicadores tradicionales es la consideración del coste de los recursos utilizados y el riesgo de capital invertido. (Castaño, 2009)

La fórmula para aplicar es:

#### Ecuación 21

#### Cash Value Added

$$CVA = BAIDT - AM - AE(D + E_{vc}) * WACC$$

**Fuente:** (Sanjurjo & Reinoso, 2003, pág. 46)

Donde:

**BAIDT** = Beneficio antes de intereses y después de impuestos

**AM** = Amortización contable

**D** = deuda inicial

**E<sub>vc</sub>** = valor contable de las acciones

**WACC** = costo promedio ponderado de los recursos

### 2.2.4.4. Cash Flow Return Off Investment (CFROI)

Trata de medir la verdadera rentabilidad generada por las inversiones de una empresa estimada que representa la rentabilidad media de todos los proyectos de inversión en un momento determinado. Este método es en

definitiva el TIR de los flujos de caja, ajustados por la inflación, asociados con la inversión.

### **2.2.5. Métodos de Opciones Reales**

Son basados en la metodología de valoración de opciones financieras, una opción es un contrato que proporciona a su propietario el derecho (no la obligación), a ejercitar determinada operación durante un plazo de tiempo prefijado. Esta opción puede consistir en el derecho a comprar o vender un activo, recibiendo el nombre de opción de compra (call option) u opción de venta (put option) respectivamente. (Alonso & Villa, 2007)

El método de las opciones reales es la extensión de la teoría de las opciones financieras a las opciones sobre activos reales (no financieras). Mientras que las opciones financieras se detallan en el contrato, las opciones reales objeto de inversiones estratégicas deben ser identificadas y especificadas, dado que puede estar implícita dentro de cualquier acuerdo o contrato. (Brigham & Ehrhardt, 2009)

Los métodos de opciones reales a su vez se clasifican en:

🚩 Black And Scholes

🚩 Método Binominal

#### **2.2.5.1. Black And Scholes**

Este método fue elaborado en 1973 por Fisher Black y Miron Scholes, y permite calcular y describir el valor de una opción en tiempo continuo. (Alonso & Villa, 2007, pág. 24)

El análisis que hacen se sostiene en las siguientes hipótesis: (a) no hay costos de transacción, (b) los precios se forman continuamente, (c) no hay restricciones a la venta en corto, (d) las tasas de captación y de colocación de recursos en una economía son iguales y se usa como proxy de la tasa de

rendimiento de un activo libre de riesgo, esta tasa se supone conocida y constante, € el activo subyacente a los derivados financieros no paga dividendos, (f) el MGB es el proceso que se asume rige el precio del activo, y (g) la opción solo puede ser ejercida al vencimiento, es decir, trata únicamente con opciones europeas. (Villamil, 2010)

La fórmula para valorar opciones que no reparten dividendo es:

### **Ecuación 22**

#### **Valorar Opciones -Black and Scholes**

$$C = SN(x) - K_r - tN(X - u\sqrt{t})$$

**Fuente:** (Alonso & Villa, 2007, pág. 27)

Donde:

**C** = Precio de la opción de compra hoy (T=0)

**t** = Precio de vigencia de la opción de compra

**r** = 1+ tasa de interés sin riesgo entre T=0 y t. En otras palabras, r es el número de dólares que tendremos en t invertido 1 dólar hoy en deuda sin riesgo.

**u** = volatilidad anual de la acción en tanto por uno

**K** = precio de ejercicio de la opción de compra en dólares

**S** = precio de la acción en t=0 en dólares.

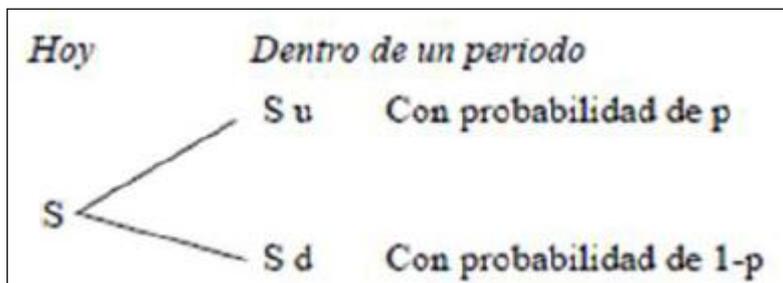
**N(x)** = valor de la función de probabilidad acumulada de una distribución normal estándar.

#### **2.2.5.2. Método Binomial**

La aplicación del modelo binomial parte del valor del activo subyacente en el momento presente (S) y considera su evolución en un periodo así:

### Ecuación 23

#### Modelo Binomial



**Fuente:** (Castaño Guillén, 2008)

Donde:

**u** = Representa el coeficiente al alza de precios del subyacente en un periodo, con una probabilidad asociada  $p$ .

**d** = Representa el coeficiente a la baja del precio del activo subyacente en un periodo, con una probabilidad asociada  $(1-p)$ .

Este método toma en cuenta la posibilidad de variación de las acciones o inversiones en el futuro, es decir, si sube o baja la cantidad de opciones o el valor de las mismas.

El precio y la volatilidad de la acción, el tipo de interés sin riesgo, los dividendos a repartir por las acciones y el tiempo restante hasta la última fecha del ejercicio serán factores determinantes para las posibles variaciones. Si este método se lo aplica a opciones reales se está evaluando la posibilidad de las empresas en cuanto a retrasar sus decisiones operativas de inversión hasta la obtención de nueva información. (Sanjurgo & Reinoso, 2003, pág. 127)

### 2.3. Método Seleccionado

Para realizar la valoración de una empresa es necesario conocer el objetivo con el que se realiza, las características de la empresa y la situación actual tanto interna como externa de la misma. En este caso Comercial MABOAN S.A. desea conocer el valor de la empresa y de sus acciones para ponerlas en venta y de esta manera obtener fuentes de financiamiento externas.

A continuación indico de manera muy general los diferentes métodos de valoración que existen. Los métodos estáticos están basados en el balance de la empresa y no toman en cuenta las previsiones futuras, los métodos dinámicos valoran el futuro de la empresa partiendo de la situación actual de la empresa y tienen en cuenta el nivel de riesgo de la empresa lo que permite identificar los factores que crean valor a la empresa; los métodos mixtos o compuestos intentan recoger el presente y el futuro de la empresa y no son los comunes; los métodos basados en múltiplo son rápidos y fáciles de aplicar y se suelen calcular varios para obtener un rango, ya que son solamente aproximaciones utilizadas para comparar empresas similares.

Luego de conocer los principales métodos de valoración de empresas que sustentaran la práctica del presente estudio de valoración, se elegirá el método más adecuado y de mayor utilidad para la empresa.

Los métodos mixtos, basados en múltiplos, de creación de valor y de opciones reales son cada vez menos utilizados y se emplean con menor frecuencia, es así que en la actualidad, en general, se recurre al uso del **método de descuento de los flujos de fondos** porque constituye el único método de valoración conceptualmente correcto. En este método la empresa es considerada como un ente generador de flujos de fondos, y para obtener

el valor de la empresa se calcula el valor actual de dichos flujos utilizando una tasa de descuento apropiada.

En función de lo mencionado anteriormente, el método seleccionado es el ***Free Cash Flow o Descuento de Flujos de Fondos libres***; si bien su aplicación es la más complicada y difícil, es la más completa y analítica, ya que determina el valor de la empresa en base a su capacidad de generar rentas futuras, tomando en cuenta las inversiones necesarias.

El FCF es el método más apropiado para valorar una empresa según el criterio de varios autores, ya que el valor de las acciones de una empresa, suponiendo su continuidad, proviene de la capacidad de la misma para generar dinero (flujos) para los propietarios de las acciones. Además, determina el valor de la empresa de acuerdo a sus flujos futuros tiene fundamentos validos ya que este dependerá de los usuarios de los componentes de la empresa, es decir los flujos se determinaran por el uso comercial o industrial que se le da a la empresa, este uso puede ser superior, inferior o igual a los flujos generados.

Las principales ventajas de este método son que toma en cuenta la mayoría de aspectos que podrían influir en la determinación del valor empresarial, así como los riesgos operativos y financieros y los flujos presentes y futuros en base de previsiones financieras, previsiones que a su vez son su principal desventaja al ser solamente supuestos y estimaciones.

Otra desventaja del método de descuento de flujos de caja es la afectación a la que se expone el resultado del ejercicio debido a la aplicación de diversos criterios contables como por ejemplo las amortizaciones, además de que no se toma en cuenta las nuevas inversiones que se deducen de los beneficios contables de la empresa. (Alonso & Villa, 2007, pág. 35)

A pesar de las desventajas que presenta este método, la valoración de empresas mediante el Free Cash Flow es el método más completo y realista debido a que toma en cuenta tanto la inversión como el financiamiento, se basa en un análisis del entorno por lo que se visualiza claramente el futuro de la empresa. Permite diferenciar las inversiones a corto y largo plazo y se convierte en una herramienta importante para la toma de decisiones.

La mayoría de autores, consideran importante en la aplicación de este método aplicar la construcción de mínimo dos posibles escenarios, uno en base a las expectativas de la empresa y el otro tomando en cuenta los ingresos necesarios para recuperar el capital invertido; esto con la finalidad de prever las respuesta de la empresa frente al posible riesgo.

Después de conocer los métodos de valoración, también se debe conocer los tipos de análisis que se deben realizar para determinar el grado de afectación que tendrán en la empresa tanto los factores externos como internos, para lo cual se detallan a continuación las metodologías que van a ser utilizadas en el siguiente capítulo.

#### **2.4. Análisis Pestel**

Es análisis PEST es creado por Johnson y Scholes, es un estudio de los factores externos de la empresa que pueden llegar a afectar la estrategia empresarial futura y que deben ser medidos en cuatro dimensiones, PESTEL: político, económico, social, tecnológico, ecológico y legal. (Carrión, 2007)

Todos los factores antes mencionados en conjunto delimitan las reglas del juego y el marco general en el que las empresas se van a desenvolver. (Sastre, 2009, pág. 18)

### 2.4.1. Factor Político

Este factor Incluye reglamentaciones gubernamentales tanto formales e informales que las empresas deben acatar, así como la evolución de la gobernabilidad. (Cejas, 2006)

### 2.4.2. Factor Económico

Este tipo de factor afecta de manera directa al poder adquisitivo de los clientes así como también afecta a los costos de capital de las empresas. Para el estudio de los factores económicos, se debe tomar en cuenta los principales indicadores económicos que tengan influencia en la economía nacional, como el Producto Interno Bruto (PIB), inflación, balanza comercial y tasa de interés. (Villacorta, 2010)

#### 2.4.2.1. Producto Interno Bruto (PIB)

Medida agregada del valor monetario de la producción final de bienes y servicios de un país durante un determinado periodo (frecuentemente un año). (Núñez, 2012)

El cálculo del PIB se realiza a través de la siguiente fórmula:

#### Ecuación 24

#### Cálculo PIB

$$PIB = C + I + G + (X - I)$$

**Fuente:** (Núñez, 2012, pág. 70)

Donde:

**C** = Consumo privado

**I** = inversión bruta

**G** = gasto público

**X** = exportaciones

**I** = importaciones

#### **2.4.2.2. Inflación**

Medida económica que indica el crecimiento generalizado de los precios de bienes, servicios y factores productivos dentro de una economía en un periodo determinado. Para su cuantificación se usa el “índice de precios al consumo”. (Núñez, 2012, pág. 75)

#### **2.4.2.3. Balanza Comercial**

Registro que un determinado país lleva acerca de las importaciones y exportaciones que en él se llevan a cabo durante un periodo de tiempo determinado, es decir, la balanza comercial sería algo así como la diferencia que le queda a un país entre las exportaciones y las importaciones. (Reza, 2002)

#### **2.4.2.4. Tasas de Interés**

Es la tasa que paga un prestatario por el uso de dinero que toma prestado de un prestamista. (Núñez, 2012, pág. 78)

#### **2.4.3. Factor Social**

Se refiere al conjunto de creencias, valores, actitudes y formas de vida que se convierten en pautas culturales de la sociedad en la que se desenvuelva la organización. También incluye condiciones demográficas, religiosas, educativas, éticas, etc. (Carrión, 2007, pág. 30)

#### **2.4.4. Factor Tecnológico**

Factor de mucha relevancia dentro del análisis ya que puede incentivar la innovación y la capacidad competitiva de las empresas. Se puede generar nuevos productos y mejorar la forma de producción y entrega a los usuarios finales con tecnología apta para el desarrollo de las actividades operativas de las empresas. (Martínez, 2009)

### 2.4.5. Factor Ecológico

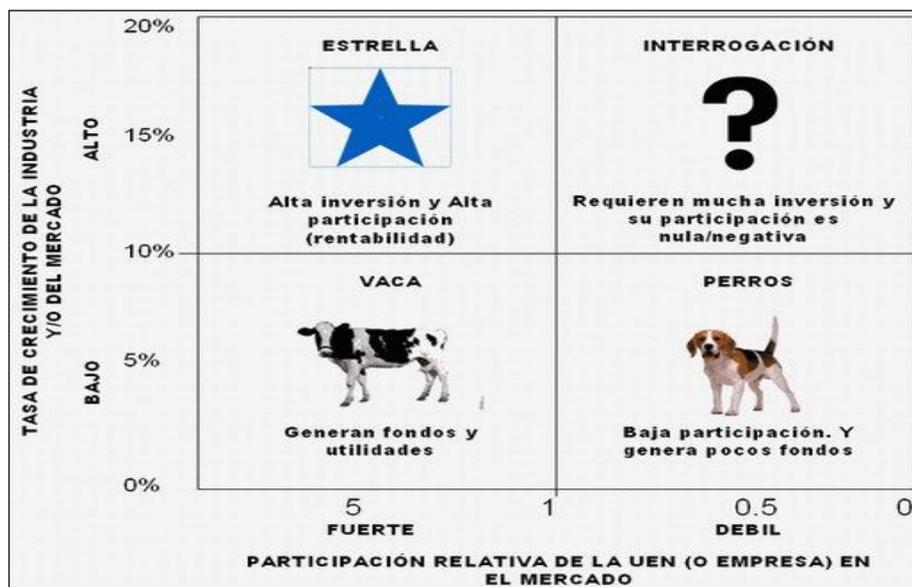
Es aquel que guarda relación con el medio ambiente y a pesar de que no ha sido tomado en cuenta en los libros es importante, ya que se refiere al cumplimiento de leyes medioambientales sobre el consumo de energía, reciclaje, etc.

### 2.4.6. Factor Legal

Tampoco se encuentra en libros pero incluye todo lo que tiene que ver con licencias, permisos, leyes laborales, derechos de propiedad intelectual, leyes de salud, seguridad, etc.

## 2.5. Matriz BCG

También llamada matriz de participación de crecimiento es el método de planeación de cartera más conocido, desarrollado inicialmente por el Boston Consulting Group. Su objetivo principal es evaluar las unidades estratégicas de negocios (SBU) de la empresa en términos de su tasa de crecimiento de mercado y su participación relativa en el mercado. (Kotler & Armstrong, 2013)



**Gráfico 8 Matriz BCG**

**Fuente:** (Kotler & Armstrong, 2013, pág. 18)

La matriz BCG describe cuatro posibilidades desde el punto de vista del ciclo de vida del producto y su relación con el mercado, estas posibilidades son SBU, a las cuales se les denomina interrogantes, estrellas, vacas o perros, de acuerdo al cuadrante de la matriz donde se encuentren.

### **2.5.1. Interrogantes**

Los productos o servicios lanzados recientemente al mercado cuenta con poca o nula participación y tienen un bajo nivel de crecimiento, también se les denomina niño problema, debido a que tienen la probabilidad de ganar una buena participación en el mercado como también puede que no tenga probabilidad alguna de situarse en el mercado y deba desaparecer. (Dvoskin, 2004)

### **2.5.2. Estrellas**

Estos productos no son generadores de efectivo a pesar de que muestren un alto potencial de crecimiento en un mercado donde se tiene alta participación, puesto que todo el dinero que generan debe ser reinvertido en los mismos productos para financiarse, y tarde o temprano se convertirán en vacas porque su crecimiento se detendrá o en el mejor de los casos disminuirá considerablemente. (Claudio, 2010)

### **2.5.3. Vacas**

Son generadoras de efectivo ya que cuentan con una participación de mercado alta, sin embargo el crecimiento del sector al que se deben es relativamente lento, además son capaces de producir flujos de dinero superiores a las necesidades empresariales, por lo que se recomienda mantener su posición en el mercado tanto como sea posible. (David, 2013)

### **2.5.4. Perros**

Los productos o servicios que no llegan a ser líderes en su etapa de expansión, se sitúan en mercados maduros de bajo crecimiento, es decir las

SBU que se ubican en este cuadrante deben ser cerradas o vendidas ya que no tienen ningún futuro con respecto a su participación en el mercado. (David, 2013)

## 2.6. Análisis FODA

Se trata de una herramienta analítica que facilita sistematizar la información que posee la organización sobre el mercado y sus variables, con fin de definir su capacidad competitiva en un período determinado. Por lo general es utilizada por los niveles directivos, reuniendo información externa e interna a efectos de establecer Fortalezas, Oportunidades, Debilidades y Amenazas. (Orlich & Harder, 2012)

Este análisis combinará el interior de la empresa (fortalezas y debilidades) con las fuerzas externas (oportunidades y amenazas).

- ✚ Las **Fortalezas** son aquellas características de la empresa que la diferencian en forma positiva al compararse con otras y en consecuencia potencian las posibilidades de crecimiento y desarrollo.
- ✚ Las **Debilidades** son sus falencias, los aspectos en los cuales será necesario actuar rápidamente para no quedar en situación crítica. Una de sus consecuencias puede ser la pérdida de participación en el mercado. Debemos tener en cuenta que las debilidades son la puerta de entrada de las amenazas.
- ✚ Las **Oportunidades** son las posibilidades que presenta el mercado, que solo podrán ser aprovechadas si la empresa cuenta con las fortalezas para ello.

- Las **Amenazas** son aquellas situaciones que presenta el entorno externo de la empresa, que no puede controlar pero le pueden afectar desfavorablemente y en forma relevante. Las mismas oportunidades pueden convertirse en amenazas si su efecto es negativo.

### 2.6.1. Matriz FODA

Una vez que ya están determinadas las fortalezas, debilidades, amenazas y oportunidades se procede a realizar la matriz que es una herramienta de análisis que puede ser aplicada a cualquier situación, individuo, producto, empresa, etc. que esté actuando como objeto de estudio en un momento determinado del tiempo. (Instituto Politécnico Nacional, 2012)

Esta matriz se realiza con la finalidad de concentrarse en ordenar y ponderar por importancia cada uno de los elementos FODA para contar solamente con la información relevante para la empresa y formular estrategias.

Factores Internos Factores Externos	Lista de Fortalezas F <sub>1</sub> F <sub>2</sub> ... F <sub>n</sub>	Lista de Debilidades D <sub>1</sub> D <sub>2</sub> ... D <sub>n</sub>
	Lista de Oportunidades O <sub>1</sub> O <sub>2</sub> ... O <sub>n</sub>	Lista de Amenazas A <sub>1</sub> A <sub>2</sub> ... A <sub>n</sub>
	<b>FO (Maxi - Maxi)</b> <i>Estrategia para maximizar las F y las O</i>	<b>DO (Mini - Maxi)</b> <i>Estrategia para minimizar las D y maximizar las O</i>
	<b>FA (Maxi - Mini)</b> <i>Estrategia para maximizar las F y minimizar las A</i>	<b>DA (Mini - Mini)</b> <i>Estrategia para minimizar las D y las A</i>

**Gráfico 9 Matriz FODA**

**Fuente:** (Flores, 2010)

## **CAPÍTULO III**

### **ANÁLISIS SITUACIONAL**

#### **3.1. Filosofía Empresarial**

COMERCIAL MABOAN S.A. cuenta con una filosofía empresarial propia, desarrollada por el personal de la organización, sin embargo es llevada solamente de forma empírica ya que el personal y clientes la conocen pero no es una directriz para el desarrollo de las actividades empresariales.

La filosofía empresarial de COMERCIAL MABOAN S.A. fue actualizada hace 3 años, debidamente aprobada por los accionistas de la empresa, misma que incluye visión, misión, objetivos, políticas, estrategias, principios y valores, que la empresa considera necesarios y aplicables para el desarrollo del negocio:

##### **3.1.1. Misión**

Proporcionar combustible al sector automotriz, con los mejores estándares de seguridad y atención al cliente manteniendo la calidad, cantidad y precio justo, además de otros servicios que pueda requerir el cliente para satisfacer sus necesidades de una forma rápida, segura y de calidad. (Comercial Maboan, 2012)

##### **3.1.2. Visión**

Ser una estación de servicio, líder en innovación en el Ecuador, con excelentes estándares de calidad, que permita ser ejemplo de mejoramiento continuo, proporcionando servicios a los clientes que requieran combustible para uso automotriz y otros servicios de calidad, cantidad y precio justo. Garantizar un servicio eficiente y eficaz a nuestros clientes a través de un mejoramiento continuo, en base a valores y la tecnología. (Comercial Maboan, 2012)

### 3.1.3. Objetivos

1. Detectar las nuevas necesidades del mercado y satisfacerlas.
2. Ofrecer un servicio de alta calidad, para tener la aceptación y preferencia de los consumidores.
3. Incrementar el nivel de satisfacción del cliente.
4. Impulsar y acrecentar continuamente el compromiso de los empleados para con la empresa.
5. Tener un manejo eficiente de las finanzas para obtener una adecuada rentabilidad tanto económica como social.

(Comercial Maboan, 2012)

### 3.1.4. Estrategias

Estrategias para el logro del Objetivo 1:

- 📌 Realizar un estudio de mercado
- 📌 Aplicación de estrategias en función de los resultados del estudio de mercado.

Estrategias para el logro del Objetivo 2:

- 📌 Implementar mejoras en la producción del servicio integral.
- 📌 Fidelizar clientes por medio de calidad en el servicio total.
- 📌 Innovación de maquinarias acorde con las nuevas tecnologías.

Estrategias para el logro del Objetivo 3:

- 📌 Ventas a precios moderadamente menores que la competencia.
- 📌 Atención inmediata para el despacho y cobro de combustibles.
- 📌 Disponibilidad de producto 24 horas y 365 días al año.

Estrategias para el logro del Objetivo 4:

- 📌 Elaboración de un plan estratégico para los próximos 5 años

- ✚ Motivar y capacitar al personal de la estación para incrementar sus competencias.

Estrategias para el logro del Objetivo 5:

- ✚ Llegar acuerdos justos con su proveedor exclusivo – PetrolRios
- ✚ Disponer de políticas de cobro adecuadas para disponer de liquidez.
- ✚ Posicionar una imagen de seriedad, calidad y buen precio en el consumidor.

(Comercial Maboan, 2012)

### **3.1.5. Políticas**

Comercial MABOAN S.A. se basa en brindar servicios de comercialización de combustibles de calidad en todo sentido, para lo cual se debe crear una cultura empresarial sólida basada en creencias y valores que den una base para el logro de objetivos y metas propuestas.

Comercial MABOAN S.A. se compromete al mejoramiento continuo del desempeño en cuanto a Calidad del servicio y producto, a través de objetivos medibles que reflejen lo siguiente:

- ✚ Ofrecer servicios y productos de calidad y competitivos, evaluando periódicamente el nivel de satisfacción de nuestros clientes y mejorando la calidad de nuestro servicio para exceder sus expectativas.
- ✚ Asegurar que todos sus empleados conozcan sus funciones y responsabilidades para cumplir y mantener los procedimientos y políticas de calidad.
- ✚ Cumplir con todas las leyes y regulaciones aplicables de calidad al servicio; además desarrollar procedimientos orientados al cumplimiento de estos fines involucrando a todas las personas involucradas en la operación de la estación de servicio.

- ✚ Ofrecer un ambiente de trabajo seguro y saludable a sus empleados, visitantes, proveedores y comunidad donde Comercial MABOAN S.A. preste sus servicios.
- ✚ Reducir la contaminación al ambiente de trabajo debido a sus productos a través de un programa de prevención y planes de limpieza.  
(Comercial Maboan, 2012)

### 3.1.6. Principios y valores institucionales

Dentro de los principios que deben seguir todos los empleados y trabajadores de la estación de servicio a fin de dar una imagen de liderazgo en precios, calidad y servicios, debe enmarcarse en:

- ✚ Actitud positiva basado en un compromiso compartido por todos.
- ✚ Compromiso al logro por parte de cada trabajador y empleado.
- ✚ Cordialidad en el trato a clientes y compañeros/as.
- ✚ Especial atención a procedimientos y normas de seguridad en el trabajo.
- ✚ Trabajo en equipo para logro de objetivos comunes.
- ✚ Capacitación continúa para logro de calidad en el servicio.

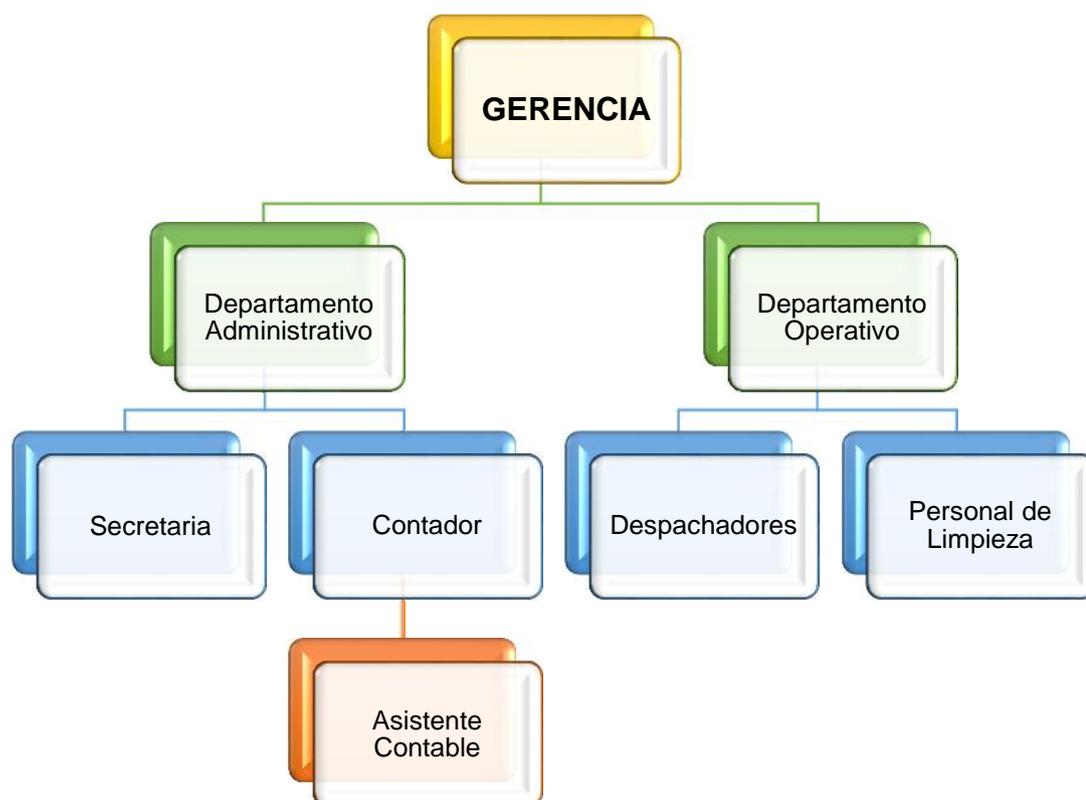
Dentro de los valores se debe observar:

- ✚ **Honestidad.-** Actuar en base a cuatro pilares fundamentales prudencia, justicia, fortaleza y templanza, en todas las actividades.
- ✚ **Transparencia.-** Actuar con coherencia entre lo que se dice y se hace, claridad de acciones a todo nivel.
- ✚ **Responsabilidad.-** Significa cumplir con todas las obligaciones adquiridas con la empresa, hacia las metas y objetivos trazados por la organización con puntualidad y eficiencia.
- ✚ **Ética.-** Obrar en base a normas legales y sociales establecidas.
- ✚ **Puntualidad.-** Llegar a tiempo al trabajo y atender al cliente eficientemente a fin de conseguir su satisfacción.

🚦 **Equidad.-** Reconocer los valores y potencialidades del recurso humano participativo, como clientes, proveedores y comunidad, sin importar las diferencias culturales, sociales o de género que presentan entre sí.  
(Comercial Maboan, 2012)

### **3.2. Organigrama**

Comercial MABOAN S.A. no cuenta con una estructura organizacional formal y a septiembre del 2014 dispone de 12 Empleados en nómina, los cuales tienen actividades específicas que han sido agrupadas de manera general, además la empresa no cuenta con un organigrama funcional en el que se detallen responsabilidades inherentes a los cargos de cada trabajador, sin embargo se propone a continuación una estructura que permite dividir la carga de trabajo por especialización, diferenciar niveles y áreas jerárquicas, determinar líneas de autoridad y responsabilidad y mejorar la comunicación de la empresa.



**Gráfico 10 Organigrama Estructural**

**Fuente:** Archivos COMERCIAL MABOAN S.A

### **3.3. Macroambiente**

Para el análisis del ambiente externo de la empresa se utilizó la metodología del análisis PESTEL desarrollado a continuación:

#### **3.3.1. Análisis Pestel**

A fin de conocer los factores externos de la organización, su tendencia en el pasado, su posible evolución en el futuro y la importancia de los mismos para el funcionamiento del negocio, se desarrollara a continuación el análisis de los factores políticos, económicos, sociales, tecnológicos, ecológicos y legales.

##### **3.3.1.1. Factor Político**

La Pontificia Universidad Católica del Ecuador en su Reporte de Consistencia Macroeconómica titulado “Pocas Luces en la Política Económica para frenar la Inflación y el Consumo” manifiesta que después de una década de problemas en la gobernabilidad de nuestro país, el Ecuador ha logrado situarse en una posición de orden y equilibrio, ya que se ha conseguido resultados positivos en la implantación de la estrategia política, situación que se puede palpar en la permanencia del actual gobernante debido a la aceptación que posee en la sociedad ecuatoriana. (Pontificia Universidad Católica del Ecuador, 2014)

El ámbito político comprende el conjunto de leyes, dependencias del gobierno, y grupos de presión que influyen en las actividades de la organización, éste incide en la empresa que estamos analizando puesto que son varias las leyes y regulaciones que una empresa dedicada a la comercialización de combustibles debe cumplir; en el gobierno actual se han generado varios cambios y decretos, además existen instituciones públicas, como el Ministerio de Recursos Naturales no renovables que es un ente que emite los permisos de funcionamiento para las estaciones de servicio y

controla su funcionamiento; otra institución es el Ministerio de Coordinación Institucional de los sectores energéticos, el cual se creó en enero del 2008, el mismo que controla las actividades del Ministerio de Minas y Petróleos; otro aspecto importante dentro del factor político es el subsidio de combustibles por parte del estado que actualmente “ascienden a unos \$ 5.000 millones anuales: diésel \$ 2.500 millones; gas licuado de petróleo (GLP) para uso doméstico \$ 1.000 millones y gasolinas \$ 1.500 millones.

### 3.3.1.2. Factor Económico

Las condiciones económicas son de importancia fundamental para el análisis financiero, dado que existen factores que reducen la utilidad de la información en los estados financieros, tales como:

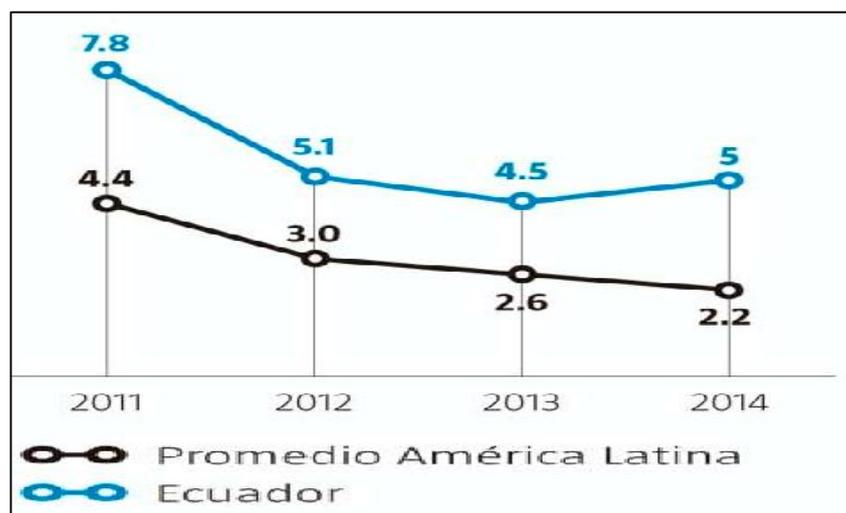
#### 3.3.1.2.1. Producto Interno Bruto (PIB)

<b>País</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>
Argentina	8.6	0.9	3.0	0.2
Bolivia	5.2	5.2	6.8	5.5
Brasil	2.7	1.0	2.5	1.4
Chile	5.8	5.4	4.1	3.0
Colombia	6.6	4.0	4.7	5.0
Costa Rica	4.5	5.1	3.5	4.0
Cuba	2.8	3.0	2.7	1.4
<b>Ecuador</b>	<b>7.8</b>	<b>5.1</b>	<b>4.5</b>	<b>5.0</b>
El Salvador	2.2	1.9	1.7	2.3
Guatemala	4.2	3.0	3.7	3.5
Haití	5.5	2.9	4.3	3.5
Honduras	3.8	3.9	2.6	3.0
México	3.9	4.0	1.1	2.5
Nicaragua	5.7	5.0	4.6	5.0
Panamá	10.8	10.2	8.4	6.7
Paraguay	4.3	-1.2	13.6	4.5
Perú	6.5	6.0	5.8	4.8
República Dom.	4.5	3.9	4.1	5.0
Uruguay	7.3	3.7	4.4	3.0
Venezuela	4.2	5.6	1.3	-0.5

#### Gráfico 11 PIB de América Latina

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

El porcentaje de crecimiento del país (2,8%) es superior al proyectado por el organismo para la región (2,2%), a la estimación del Fondo Monetario Internacional (4,2%) y al de la agencia calificadora de riesgos Fitch Ratings (4,2%).



**Gráfico 12 Variación del PIB**

**Fuente:** Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).

De su parte, el Gobierno prevé que el Producto Interno Bruto de Ecuador sea de entre 4,5% y 5% para el año 2014. Según el presidente del Banco Central del Ecuador (BCE), Diego Martínez: “El año 2014 será mejor que 2013, con ritmos de crecimiento más altos”, destacó que Ecuador sigue con tasas positivas de crecimiento, solo ha bajado su ritmo. Incluso el sector no petrolero antes del actual Gobierno se expandía aproximadamente a 4,5% y hoy a 4,9%.

Según la CEPAL, los países sudamericanos sufren una desaceleración de la economía generalizada (desde el 3,1% hasta el 1,8% en promedio), siendo Colombia y Ecuador las únicas excepciones. La economía de Ecuador tuvo un crecimiento de 4,9% en el primer trimestre de este año. En 2013, el PIB del país creció el 4,5%, una tasa algo inferior a la registrada en 2012, en la que la economía se había expandido el 5,2%. “La moderación de la actividad económica reflejó el menor crecimiento de la inversión y la desaceleración

paulatina del consumo, en un contexto en que el volumen exportado aumentó gracias al repunte de la producción de algunos bienes de exportación tradicionales (como el banano y el camarón)", señala el organismo de las Naciones Unidas.

### 3.3.1.2.2. Inflación

En enero de 2014 el índice de precios al consumidor se ubicó en 146,51; lo cual representa una variación mensual de 0,72%. El mes anterior fue de 0,20%, mientras en enero de 2013 se ubicó en 0,50%.

**Tabla 4**

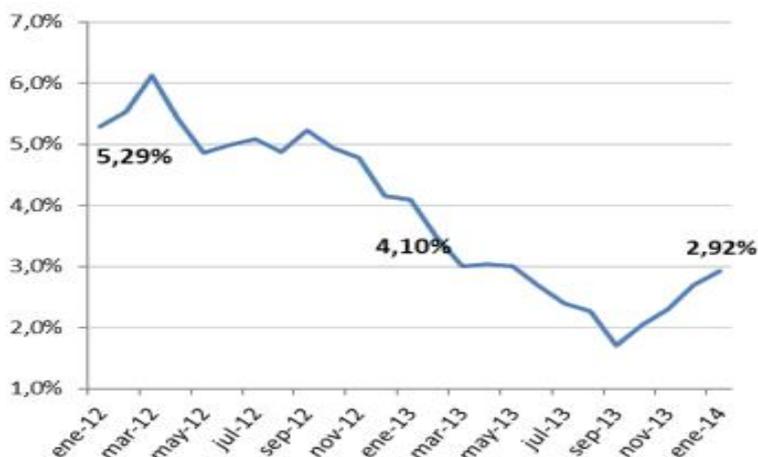
#### Índice de Precios al Consumidor y sus variaciones

Mes	Índice	Variación Mensual	Variación Anual	Variación Acumulada
ene-13	142,34	0,50%	4,10%	0,50%
feb-13	142,61	0,18%	3,48%	0,69%
mar-13	143,23	0,44%	3,01%	1,13%
abr-13	143,49	0,18%	3,03%	1,31%
may-13	143,17	-0,22%	3,01%	1,09%
jun-13	142,97	-0,14%	2,68%	0,94%
jul-13	142,94	-0,02%	2,39%	0,92%
ago-13	143,19	0,17%	2,27%	1,10%
sep-13	144,00	0,57%	1,71%	1,67%
oct-13	144,59	0,41%	2,04%	2,09%
nov-13	145,16	0,39%	2,30%	2,49%
dic-13	145,46	0,20%	2,70%	2,70%
<b>ene-14</b>	<b>146,51</b>	<b>0,72%</b>	<b>2,92%</b>	<b>0,72%</b>

**Fuente:** [www.ecuadorencifras.com](http://www.ecuadorencifras.com)

Por su parte, la inflación anual en enero de 2014 fue de 2,92%, en el mes anterior fue de 2,70% y la de enero de 2013 se ubicó en 4,10%. La inflación acumulada en enero de 2014 se ubicó en 0,72%; en enero de 2013 se ubicó en 0,50%.

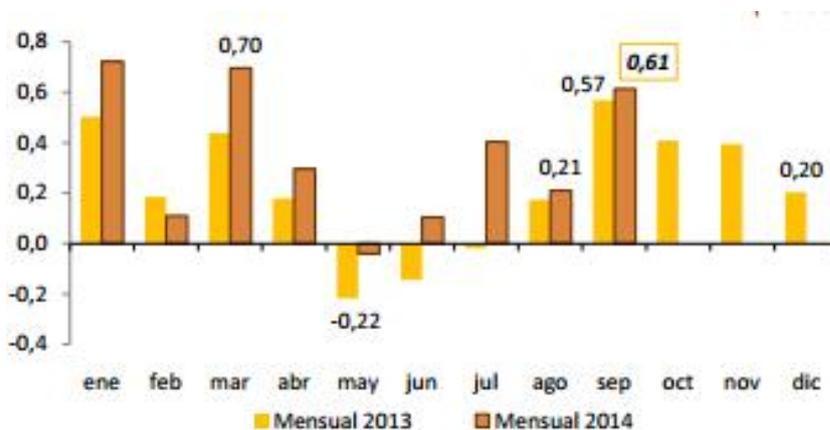
A continuación se muestra la evolución de la inflación anual durante los dos últimos años.



**Gráfico 13 Evolución de la inflación anual**

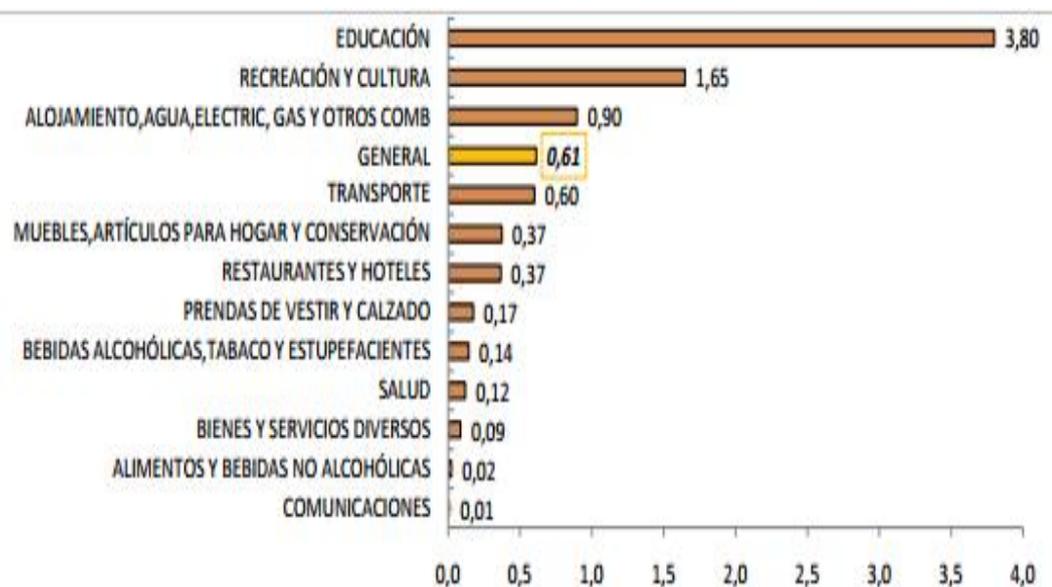
**Fuente:** [www.ecuadorencifras.com](http://www.ecuadorencifras.com)

En septiembre de 2014, se registró una tasa de inflación del 0.61%, superior al porcentaje del mismo mes del año anterior (0.57%); en el resultado del mes de análisis influyó el mayor registro positivo de la división de Educación (3.80%), así como de Recreación y Cultura y de Alojamiento, Agua, Electricidad y otros combustibles que se ubicaron por sobre el promedio general.



**Gráfico 14 Inflación Mensual del IPC**

**Fuente:** Banco Central del Ecuador



**Gráfico 15 Inflación Mensual por Divisiones de Consumo**

**Fuente:** Banco Central del Ecuador

### 3.3.1.2.3. Balanza Comercial

La Balanza Comercial durante el período enero-agosto de 2014 registró un superávit de USD 590.8 millones, este resultado muestra que el comercio internacional ecuatoriano tuvo una recuperación de 150.2%, si se compara con el saldo comercial del mismo período en el año anterior, que fue de USD -1,177 millones.



### BALANZA COMERCIAL (1)

Toneladas métricas en miles y valor USD FOB en millones

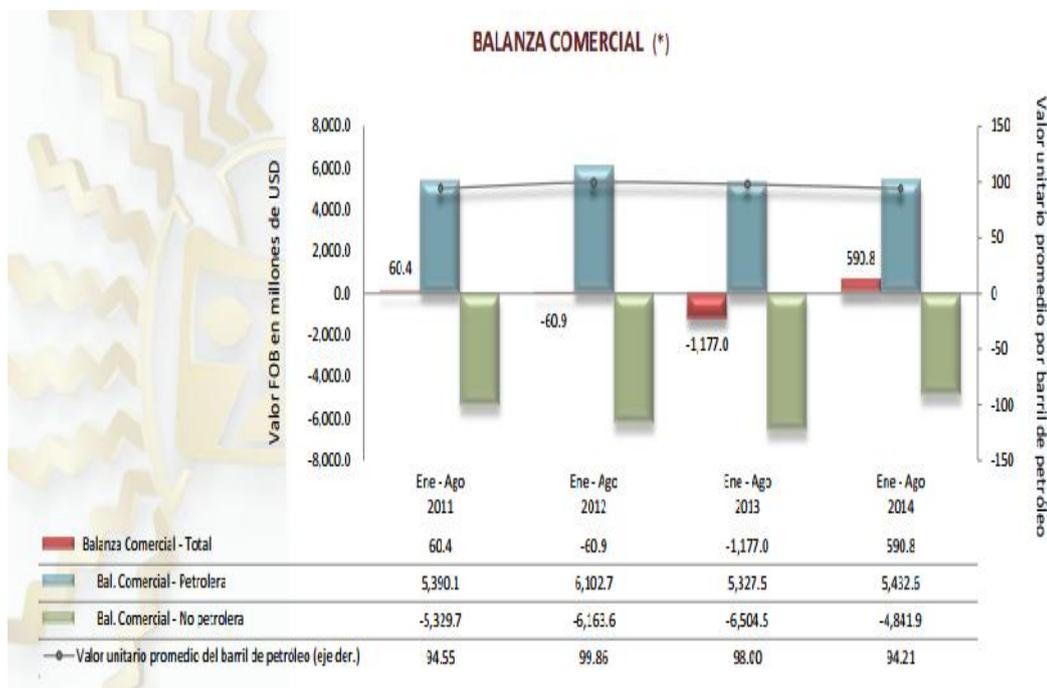
	Ene - Ago 2011		Ene - Ago 2012		Ene - Ago 2013		Ene - Ago 2014		Variación 2014 / 2013	
	Valor TM	Valor USD FOB	Valor USD TM	Valor USD FOB						
<b>Exportaciones totales</b>	<b>18,550</b>	<b>14,794.3</b>	<b>18,939</b>	<b>16,097.8</b>	<b>19,188</b>	<b>16,370.6</b>	<b>20,439</b>	<b>17,853.0</b>	<b>6.5%</b>	<b>9.1%</b>
<i>Petroleras</i>	12,858.8	8,650.7	13,405.0	9,562.1	13,389.2	9,360.7	14,322.2	9,665.6	7.0%	3.3%
<i>No petroleras</i>	5,690.9	6,143.6	5,533.8	6,535.7	5,798.5	7,009.9	6,116.7	8,187.3	5.5%	16.8%
<b>Importaciones totales</b>	<b>9,191</b>	<b>14,733.8</b>	<b>9,513</b>	<b>16,158.7</b>	<b>10,713</b>	<b>17,547.6</b>	<b>11,347</b>	<b>17,262.2</b>	<b>5.9%</b>	<b>-1.6%</b>
<i>Bienes de consumo</i>	798	3,073.6	769	3,289.7	645	3,270.6	744	3,185.9	15.3%	-2.6%
<i>Trafico Postal Internacional y Correos Rápidos (2)</i>	n.d.	86.5	n.d.	108.1	3.0	140.1	3.2	156.9	6.7%	12.0%
<i>Materias primas</i>	4,703	4,618.2	4,964	4,855.5	5,686	5,403.9	5,867	5,321.6	3.2%	-1.5%
<i>Bienes de capital</i>	334	3,631.8	379	4,412.6	391	4,626.8	380	4,325.8	-2.8%	-6.5%
<i>Combustibles y Lubricantes</i>	3,352	3,260.6	3,397	3,459.4	3,987	4,033.2	4,352	4,233.0	9.2%	5.0%
<i>Diversos</i>	3.1	24.9	3.0	29.0	4.5	42.2	3.4	31.9	-23.4%	-24.4%
<i>Ajustes (3)</i>		38.2		4		30.7		7.0		-77.2%
<b>Balanza Comercial - Total</b>		<b>60.4</b>		<b>-60.9</b>		<b>-1,177.0</b>		<b>590.8</b>		<b>150.2%</b>
<i>Bal. Comercial - Petrolera</i>		5,390.1		6,102.7		5,327.5		5,432.6		2.0%
<i>Bal. Comercial - No petrolera</i>		-5,329.7		-6,163.6		-6,504.5		-4,841.9		25.6%

### Gráfico 16 Balanza Comercial

Fuente: (Banco Central Ecuador, 2014)

La Balanza Comercial Petrolera, entre los meses de enero y agosto de 2014 presentó un saldo favorable de USD 5,432.6 millones; 2% más que el superávit obtenido en los ocho primeros meses del año 2013, que fue de USD 5,327.5 millones. Esta mejora se debe a un aumento en el volumen exportado de 6.5%, a pesar de que el precio promedio del barril exportado disminuyó en 3.4%, pasando de USD 98,0 a USD 94.2.

Por su parte la Balanza Comercial no Petrolera, registrada en el período enero-agosto de 2014, disminuyó su déficit en 25.6%, frente al resultado contabilizado en enero-agosto de 2013, al pasar de USD -6,504.5 millones a USD -4,841.9 millones.



**Gráfico 17 Balanza Comercial Petrolera y no Petrolera**

**Fuente:** (Banco Central Ecuador, 2014)

#### 3.3.1.2.4. Tasas de Interés

El Gobierno Nacional implementó una política de reducción de tasas activas máximas, las tasas se han mantenido estables sin crecimientos exuberantes desde el 2010 al 2014, con ligeras reducciones y luego recuperando su valor del año base (2010), a excepción de los segmentos de: Microcrédito Minorista (antes Microcrédito de Subsistencia) disminuyó de 33.90% a 30.50%, Microcrédito de Acumulación Simple de 33.30% se redujo a 27.50%.

Tabla 5

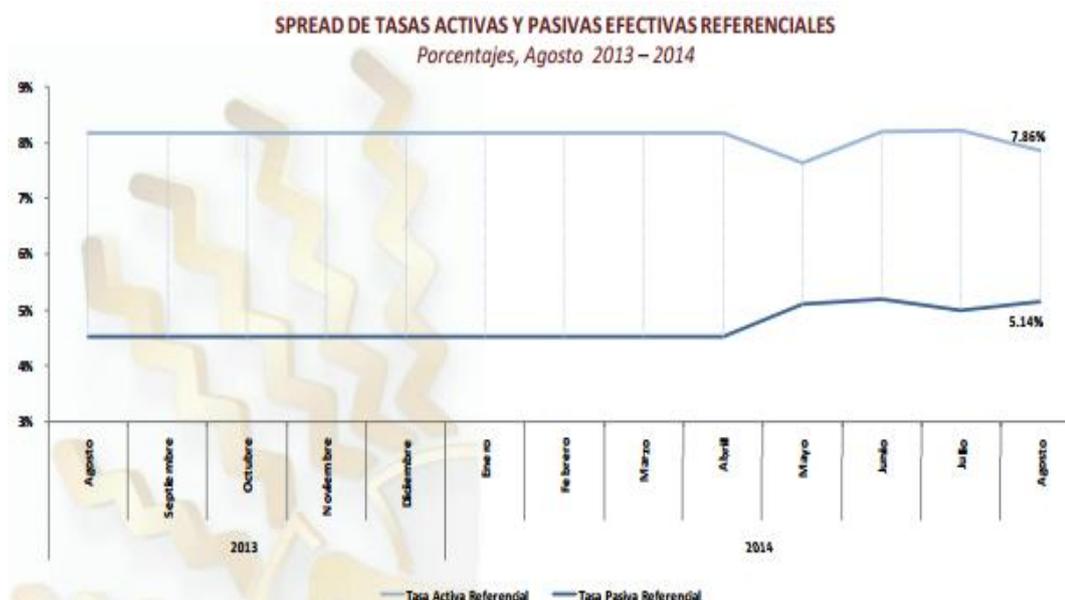
## Las tasas de interés activas máximas por segmento

SEGMENTO	TASA ACTIVA EFECTIVA MÁXIMA				
	2010	2011	2012	2013	2014
Productivo Corporativo	9,33	9,33	8,17	8,17	9,33
Productivo Empresarial	10,21	10,21	9,53	9,53	10,21
Productivo PYMES	11,83	11,83	11,20	11,20	11,83
Consumo	16,30	16,30	15,91	15,91	16,30
Vivienda	10,74	10,74	10,64	10,64	10,74
Microcrédito Minorista	33,90	30,50	28,82	28,82	30,50
Microcrédito Acum. Simple	33,30	27,50	25,20	25,20	27,50
Microcrédito Acum. Ampliada	25,50	25,50	22,44	22,44	25,50

**Fuente:** (Banco Central Ecuador, 2014)

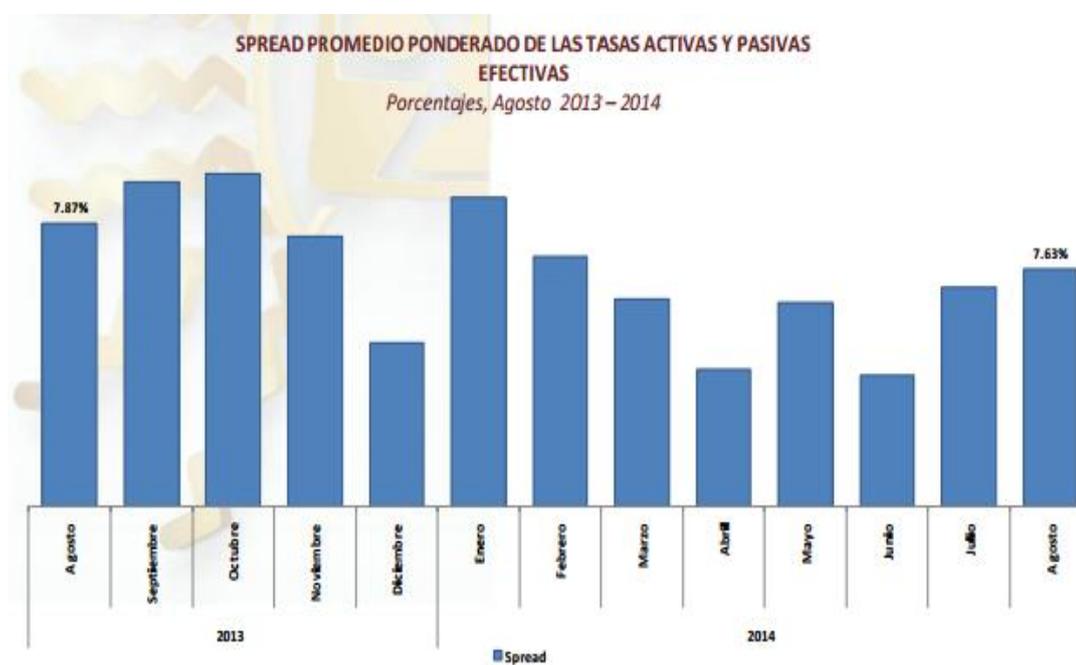
La teoría económica neoclásica tradicional establece que las tasas activas de interés son decrecientes con el plazo de las inversiones mientras que las tasas pasivas son crecientes con el plazo de los depósitos realizados. Sin embargo, la evidencia empírica, en el caso ecuatoriano, presenta en pocas ocasiones comportamientos compatibles con la lógica económica tradicional.

El Spread de tasas de interés activas y pasivas efectivas referenciales para el mes de agosto de 2014 se ubicó en 2.72%. Mientras que el Spread promedio ponderado en el mes de agosto de 2014 fue de 7.63%.



**Gráfico 18 SPREAD de Tasas Activas y Pasivas Efectivas Referenciales**

Fuente: (Banco Central Ecuador, 2014)



**Gráfico 19 SPREAD Promedio Ponderado de las Tasas Activas y Pasivas Efectivas**

Fuente: (Banco Central Ecuador, 2014)

Con el nuevo sistema de tasas de interés que forma parte del Libro I “Política Monetaria-Crediticia”, de la codificación de regulaciones del Banco Central del Ecuador, las tasas referenciales han logrado mantenerse estables en los últimos dos años con una tendencia a la baja, situación que se vuelve favorable para los inversionistas que deseen contraer obligaciones con instituciones financieras privadas.

Sector Monetario y Financiero			Sector Externo		
<b>INDICADORES MONETARIOS</b>			<b>COMERCIO EXTERIOR</b>		
<b>Tasas de interés (a)</b>			<b>Exportaciones (millones USD FOB)</b>		
	Jul-2014	Ago-2014	Jun-14	Jul-14	
Activa referencial productivo corporativo	8,21	8,16	2.303,37	2.163,78	▼
Activa referencial productivo empresarial	9,65	9,68	13.426,82	15.590,60	▲
Activa referencial productivo PYMES	11,26	10,97	7.240,72	8.407,55	▲
Activa referencial consumo	15,98	15,95	Exportaciones ac. petroleras		
Activa referencial vivienda	10,81	10,83	Exportaciones ac. no petroleras	6.186,11	7.183,05
Activa referencial micro ac ampliada	22,24	22,49	<b>Importaciones (millones USD FOB)</b>		
Activa referencial micro ac simple	25,08	25,03	Total importaciones mensuales	2.141,93	2.227,45
Activa referencial micro minorista	28,53	28,44	Total importaciones acumuladas (e)	12.750,36	14.977,81
<b>Sistema Financiero (millones USD)</b>			<b>Imp. ac. materias primas</b>		
Captaciones de Otras Sociedades de Depósito OSD (b)	28.036	28.226	Imp. ac. bienes consumo	2.435,16	2.880,69
Cartera por vencer y vencida de OSD	24.992	25.201	Imp. ac. bienes de capital	3.214,16	3.755,51
Cartera por vencer OSD	23.893	24.117	Imp. ac. combustibles lubricantes	3.207,06	3.658,88
Cartera vencida OSD	1.098	1.085	Imp. ac. bienes diversos	24,01	28,40
<b>RILD (c) (millones USD)</b>			<b>Balanza comercial petrolera mensual</b>		
	5.822	5.557		783,36	715,02
<b>Índices Bursátiles (1)</b>			<b>Balanza comercial no petrolera mensual</b>		
ECU-INDEX GLOBAL (Quito)	1.193,08	1.188,54		-621,93	-778,69
IPECU -BVG (Guayaquil)	250,31	249,12	<b>Balanza comercial acumulada</b>		
<b>Sector Real</b>					
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO( + )</b>			<b>Exportaciones acumuladas (millones USD FOB)</b>		
Tasa de variación anual (USD 2007)	5,2%	4,6%	Primarios acumulados	11.290,14	13.130,19
PIB (millones USD 2007)	64.106	67.081	Petróleo crudo	7.035,79	8.201,02
PIB per cápita (USD 2007)	4.130	4.252	Banano y plátano	1.307,57	1.520,73
PIB (millones USD corrientes)	87.623	94.473	Camarón	1.287,59	1.492,68
PIB per cápita (USD corrientes)	5.645	5.989	Flores naturales	489,41	548,82
Tasa de variación PIB Trimestral (CVE)	2013.IV	2014.I	Cacao	243,75	276,15
PIB TOTAL, a precios constantes, Base 2007 (+)	0,7%	0,5%	Otros primarios	926,03	1.090,80
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	1,5%	1,3%	<b>Industrializados acumulados</b>		
Explotación de minas y canteras	1,9%	2,4%	Derivados de petróleo	204,92	206,54
Industria manufacturera (incluye refinación de petróleo)	-1,4%	0,5%	Otros prod. mar elaborados	644,32	751,77
Construcción	1,7%	2,5%	Manufacturas de metales	243,86	283,84
Comercio al por mayor y menor	0,4%	0,6%	Químicos y fármacos	75,80	86,76
Administración pública	1,0%	-0,8%	Manufacturas de textiles	63,23	75,13
Resto de Servicios (++)	0,7%	-0,4%	Café elaborado	71,93	82,01
<b>PRECIOS Y SALARIOS (2)</b>			Otros industrializados		
<b>Inflación</b>			832,62		
	Jul-2014	Ago-2014	<b>Petróleo (4)</b>		
Anual	4,11%	4,15%	Jun-14	Jul-14	
Mensual	0,40%	0,21%	Valor unitario (USD / barril) (f)	98,90	91,19
Acumulada	2,31%	2,52%	Exportaciones mensuales (miles de barriles)	13.044	12.778
Índice de Precios al Consumidor	148,81	149,13	Exportaciones acumuladas (miles de barriles)	72.988	85.766
<b>Salarios (USD)</b>			Variación (t/t-12) exp. acum en barriles (g)		
Salario mínimo vital nominal promedio	396,51	396,51	Variación (t/t - 12) exp. mensuales en barriles (h)	9,37%	8,15%
Salario unificado nominal	340,00	340,00	<b>Cotización del Dólar (5)</b>		
Salario real (d)	266,45	265,89	Jul-14	Ago-14	
<b>MERCADO LABORAL</b>			Colombia (Peso)		
<b>Tasa de Desocupación Total (3)</b>			1.874,77		
	Mar-2014	Jun-2014	Perú (Nuevo Sol)	2,79	2,85
Quito	5,59%	5,71%	Euro	0,75	0,76
Guayaquil	4,34%	4,16%	<b>Índice de Tipo de Cambio Efectivo real</b>		
Cuenca	6,12%	6,96%		93,51	93,00
Ambato	3,22%	3,37%	<b>Sector Finanzas Públicas</b>		
Machala	5,80%	5,02%	<b>(millones USD, base caja acumulados) (i)</b>		
<b>Tasa de Subocupación Total (3)</b>			Abr-14		
	Mar-2014	Jun-2014	May-14		
Quito	44,38%	41,25%	Egresos totales del presup. del gob. cent. acum.	7.495,17	9.617,16
Guayaquil	26,94%	26,12%	Ingresos del presup. del gob. cent. acum.		
Cuenca	38,71%	39,04%	Ingresos totales acumulados	6.987,80	8.890,41
Ambato	36,66%	32,73%	Ingresos petroleros acumulados	1.087,55	1.269,53
Machala	48,86%	48,12%	Ingresos no petroleros acumulados	5.900,25	7.620,88
	45,81%	46,98%	Impuesto a las importaciones	394,02	518,49
			Impuesto a la renta	1.566,78	1.896,41
			Impuesto al valor agregado (IVA)	1.950,46	2.446,45
			Impuesto a los consumos especiales (ICE)	255,99	322,25
			Otros ingresos	1.733,01	2.437,28
			<b>Deuda pública Total</b>		
			24.006,03		
			<b>Deuda pública interna</b>		
			11.075,62		
			<b>Deuda pública externa</b>		
			12.930,41		

Gráfico 20 Cifras económicas del Ecuador. Agosto 2014

Fuente: (Banco Central Ecuador, 2014)

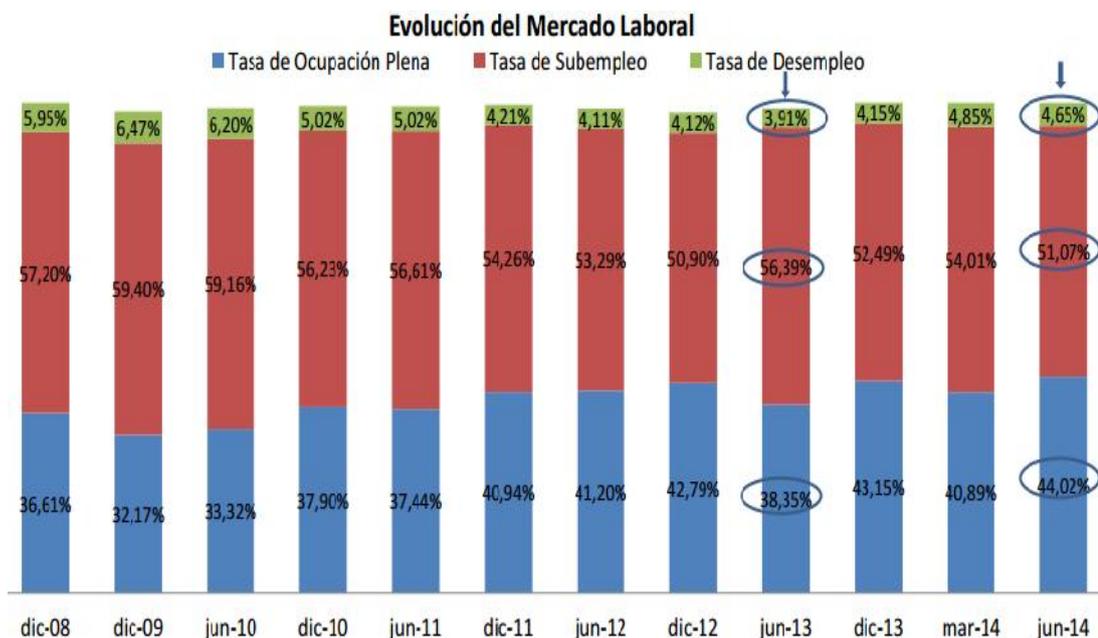
### 3.3.1.3. Factor Social

La sociedad constituye parte fundamental para el desarrollo del país, la misma que fomenta el crecimiento económico del sector empresarial.

El mercado laboral en el Ecuador se puede evaluar mediante tasas de: desempleo, subempleo y tasa de ocupados plenos que son factores relevantes que están enlazados a los individuos e implica un costo social.

Según el INEC para junio del 2014 la tasa de mercado laboral en el Ecuador se resume en las siguientes cifras:

- Tasa de desempleo 4,65%
- Tasa de subempleo 51,07%
- Tasa de ocupados plenos 44,02%



**Gráfico 21 Evolución del Mercado Laboral**

**Fuente:** INEC

COMERCIAL MABOAN S.A aporta al mercado laboral siendo una fuente de generación de empleo para la sociedad, y de esta manera creando mayores oportunidades de negocios en su entorno. Además sus empleados

cuentan con una buena estabilidad de trabajo con todos los beneficios, los mismos que se sienten satisfechos en formar parte de la empresa. Si la tasa de desempleo es baja significa que las personas tienen mayor poder adquisitivo y por ende una variable positiva para el crecimiento económico.

#### **3.3.1.4. Factor Tecnológico**

El factor tecnológico afecta a las organizaciones, ya que al incrementar nuevas tecnologías en una empresa le permite a la misma ser más eficiente; actualmente, COMERCIAL MABOAN S.A.; cuenta con un equipo que le permite facturar automáticamente las ventas de combustible realizadas a través de los dispensadores, controlar los surtidores, controlar los despachadores, y la impresión automática de un documento de acuerdo a los requerimientos de SRI (nota de venta o factura) por cada venta, esto le permite ofrecer un servicio de calidad, y además con el buen funcionamiento de la empresa y el correcto flujo de la información, evitan sanciones económicas por entes reguladores como el Servicio de Rentas Internas (SRI) y la Agencia de Regulación y Control Hidrocarburífera (ARCH) .

#### **3.3.1.5. Factor Ecológico**

El factor ecológico o ambiental ha tenido un crecimiento en los últimos años debido principalmente al interés del gobierno 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 tan alentadores con respecto al medio ambiente ya que según el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos del Ecuador (INEC), aproximadamente el 80% de las empresas en el país no invierte en protección ambiental y más del 80% de estas no han realizado estudios de impacto ambiental.

La responsabilidad social de la empresa está reflejada en el compromiso con las comunidades, con sus empleados y proveedores para garantizar la

sostenibilidad del medio ambiente, a través de la participación del gobierno y el resto de entidades que promueven el cuidado del medio ambiente, como por ejemplo, los llamados impuestos verdes los cuales entraron en vigencia en el 2012 con el fin de mejorar la gasolina y ayudar a mantener un medio ambiente saludable.

#### **3.3.1.6. Factor Legal**

Se refiere a todo el marco legal y reglamentario que al cual deben regirse las empresas, como por ejemplo leyes de carácter impositivo, medioambiental, comercial laboral, etc. Que en el Ecuador es uno de los factores más problemáticos para hacer negocios, con una calificación de 6,9 sobre 20, esto según el Foro Económico Mundial de Competitividad Global 2013-2014 publicado por el Observatorio de Política Fiscal.

Para el caso nos compete, la más importante la Ley de Hidrocarburos que surgió como resultado del interés del gobierno en que los recursos no renovables de los ecuatorianos sean manejados adecuadamente, también se pretende contribuir a la preservación de los mismos y del medio ambiente, además de garantizar un desarrollo sustentable para el país.

### **3.4. Microambiente**

Para el análisis del ambiente interno de la empresa se emplearán metodologías como matriz BCG, análisis y matriz FODA desarrollado a continuación:

#### **3.4.1. Matriz BCG**

A fin de realizar la clasificación del portafolio de productos que COMERCIAL MABOAN S.A. ofrece a sus clientes, se utilizara la matriz BCG, que divide a los servicios en interrogantes, estrellas, vacas y perros,

dependiendo del crecimiento, participación de mercado y generación de flujos de estas variables.

Además nos permite determinar cuáles son los servicios que deben mantenerse, cuales son los que deben mejorar y los que deben eliminarse.



### Gráfico 22 Matriz BCG

**Fuente:** Archivos COMERCIAL MABOAN S.A

Después del análisis del portafolio de productos de COMERCIAL MABOAN S.A a través del cual se pudo determinar que los productos considerados como **vacas de dinero** es la *gasolina extra*, ya que los flujos de dinero que generan son altos y alcanzan una participación en los ingresos totales del 42%, además su crecimiento es un tanto lento dentro de la empresa, pero es el producto en el cual el sector automotriz invierte la mayor cantidad de dinero.

Se puede considerar como **estrellas** a la *gasolina súper*, representa el 35% en los ingresos totales, además es un producto que actualmente tiene una tendencia creciente en el sector automotriz, a pesar de que le generan a COMERCIAL MABOAN S.A, altos ingresos y estos son reinvertidos en el mismo producto.

El producto considerado como **perro** es el *diésel*, debido a que representa a la empresa el 22% de sus ingresos totales, sin embargo debido a las nuevas leyes y exigencias del gobierno este producto ha decaído su participación en el mercado y su tasa de crecimiento, ya que es subsidiado y no genera muchos ingresos.

Como **interrogantes** tenemos a los *lubricantes* debido a su poca participación en el mercado y su representación del 1% en los ingresos totales; no se puede eliminar este producto del portafolio de la empresa ya que en ocasiones los clientes solicitan el mismo y al eliminarlo no daríamos un servicio completo al sector automotriz, corriendo el riesgo de perder participación en el mercado, deteriorar la imagen de la empresa, afectando de manera desfavorable causando malestares.

#### **3.4.2. Análisis FODA**

Para realizar un diagnóstico acerca del desenvolvimiento del negocio se utilizó el análisis FODA que incluye factores internos y externos que afectan o podrían afectar su desarrollo, para luego elaborar estrategias de maximización y minimización mediante la matriz FODA.

**Cuadro 1****Análisis FODA COMERCIAL MABOAN S.A.**

<b>FORTALEZAS</b>	<b>OPORTUNIDADES</b>
<p><b>F1:</b> Ubicación estratégica, al encontrarnos en una de las principales vías de salida de la ciudad de Portoviejo, contamos con la fortaleza de que quienes ingresan o salen de la ciudad, opten por abastecer sus vehículos en nuestro local.</p> <p><b>F2:</b> Área del terreno, contar con un espacio de alrededor de 3000 m<sup>2</sup> y de construcción 380 m<sup>2</sup> apto para poder atender de mejor manera a nuestros clientes.</p> <p><b>F3:</b> Contar con el proveedor PETROLRÍOS, empresa nacional que nos abastece de combustible de la mejor calidad.</p>	<p><b>O1:</b> Tenemos la oportunidad de realizar cambios acorde a adelantos tecnológicos en el área de surtidores de combustible, con el fin de reducir costos innecesarios.</p> <p><b>O2:</b> Al contar con un amplio local tenemos la oportunidad de que entidades externas se unan para prestar sus servicios y de esta manera atraer más clientes.</p>
<b>DEBILIDADES</b>	<b>AMENAZAS</b>
<p><b>D1:</b> El personal de la empresa muchas veces está acostumbrado a represalias económicas para cumplir con los objetivos de la empresa.</p> <p><b>D2:</b> No disponer de un minimarket</p>	<p><b>A1:</b> La amenaza más fuerte es la ubicación de una estación de servicio a poca distancia de la empresa.</p> <p><b>A2:</b> Disminución de la demanda de vehículos, causa el efecto de disminución de la demanda de combustible.</p> <p><b>A3:</b> Incertidumbre en las políticas económicas del país.</p> <p><b>A4:</b> Se puede establecer leyes e impuestos rígidos en la comercialización de combustible.</p> <p><b>A5:</b> Mayores limitaciones para la extracción de crudo.</p> <p><b>A6:</b> Aumento de precios en el combustible, y altos costos tecnológicos para el sector.</p>

**Fuente:** Archivos COMERCIAL MABOAN S.A

### **3.4.3. Matriz FODA**

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

A continuación se presenta la matriz FODA con las principales estrategias derivadas de la misma:

## Cuadro 2

## Matriz FODA COMERCIAL MABOAN S.A.

		<b>Internos</b>	<b>FORTALEZAS</b>	<b>DEBILIDADES</b>
		<b>Externos</b>	<p><b>F1:</b> Ubicación estratégica, al encontrarnos en una de las principales vías de salida de la ciudad de Portoviejo, contamos con la fortaleza de que quienes ingresan o salen de la ciudad, opten por abastecer sus vehículos en nuestro local.</p> <p><b>F2:</b> Área del terreno, contar con un espacio de alrededor de 3000 m<sup>2</sup> y de construcción 380 m<sup>2</sup> apto para poder atender de mejor manera a nuestros clientes.</p> <p><b>F3:</b> Contar con el proveedor PETROLRÍOS, empresa nacional que nos abastece de combustible de la mejor calidad.</p>	<p>D1: El personal de la empresa muchas veces está acostumbrado a represalias económicas para cumplir con los objetivos de la empresa.</p> <p>D2: No disponer de un minimarket</p>
<b>OPORTUNIDADES</b>	<p><b>O1:</b> Tenemos la oportunidad de realizar cambios acorde a adelantos tecnológicos en el área de surtidores de combustible, con el fin de reducir costos innecesarios.</p> <p><b>O2:</b> Al contar con un amplio local tenemos la oportunidad de que entidades externas se unan para prestar sus servicios y de esta manera atraer más clientes.</p>	<b>FO ( Maxi – Maxi )</b>	<b>DO ( Mini – Maxi )</b>	
		<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Expandir el mercado.</li> <li>2. Mantener la calidad.</li> <li>3. Buscar nuevos proyectos en los cuales emprender.</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Dar a conocer la filosofía empresarial al personal de la empresa.</li> <li>2. Realizar capacitaciones al personal en su área de trabajo.</li> <li>3. Implementar hardware y software necesarios en áreas operativas y administrativas.</li> <li>4. Analizar la opción de realizar un convenio con Magda para que provea sus productos en la estación.</li> </ol>	
<b>AMENAZAS</b>	<p><b>A1:</b> La amenaza más fuerte es la ubicación de una estación de servicio a poca distancia de la empresa.</p> <p><b>A2:</b> Disminución de la demanda de vehículos, causa el efecto de disminución de la demanda de combustible.</p> <p><b>A3:</b> Incertidumbre en las políticas económicas del país.</p> <p><b>A4:</b> Se puede establecer leyes e impuestos rígidos en la comercialización de combustible.</p> <p><b>A5:</b> Mayores limitaciones para la extracción de crudo.</p> <p><b>A6:</b> Aumento de precios en el combustible, y altos costos tecnológicos para el sector.</p>	<b>FA ( Maxi – Mini )</b>	<b>DA ( Mini – Mini )</b>	
		<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Promocionar a la empresa ante clientes potenciales.</li> <li>2. Disminuir costos</li> <li>3. Mantener una constante actualización del personal sobre la legislación nacional.</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Incrementar las ventas con una ampliación del mercado</li> <li>2. Gestionar la obtención de certificados para cumplir con la legislación nacional y tener una ventaja competitiva.</li> <li>3. Realizar estudios de mercado para conocer a la competencia con la que se cuenta.</li> </ol>	

**Fuente:** Archivos COMERCIAL MABOAN S.A

## **CAPÍTULO IV**

### **DIAGNÓSTICO FINANCIERO**

#### **4.1. Análisis de Estados Financieros**

Para evaluar la gestión de la empresa y conocer en qué estado se encuentra realice el análisis horizontal que me permitió determinar tendencias crecientes o decrecientes y el análisis vertical que determino la composición de las cuentas.

##### **4.1.1. Balance General**

En el Anexo A se encuentra el Balance General correspondiente a los períodos 2011, 2012 y 2013 que fue proporcionado por la contadora de la empresa, sin embargo se realizaron ciertas reclasificaciones de acuerdo a los principios contables, por lo que el Balance General utilizado para realizar los respectivos análisis se encuentra en el Anexo A.1.

##### **4.1.1.1. Análisis Horizontal**

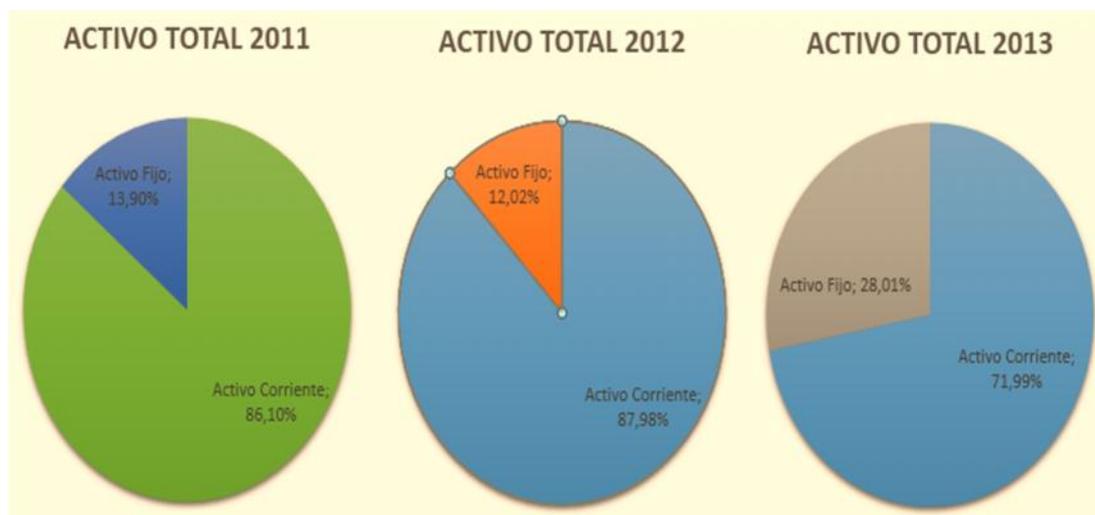
En el Anexo B se encuentran los cálculos de las variaciones anuales relativas de los periodos 2011 al 2013 tomando como año base 2011; con ello se ha podido establecer que los Activos empresariales se han incrementado considerablemente en los últimos tres años, siendo el periodo 2013 el de mayor crecimiento. Partiendo del año base 2011 vemos que existían problemas de liquidez debido a que el efectivo creció menos que las cuentas por cobrar, sin embargo al año 2013 esto se revirtió lo que significa que se implementaron políticas de cobro y mejor manejo del inventario, consiguiendo vender más al contado; en cuanto a inversión los Equipos de Computación y Software requirieron de fuertes sumas de dinero incrementado en un 200% a los activos fijos, por lo consiguiente esto contribuyo en una proporción mayor al incremento de los activos totales.

Referente al Pasivo, el pasivo corriente desde el periodo 2011 hasta el 2013 presento un incrementado demasiado elevado de aproximadamente 100%, esta tendencia se debió a los proveedores, principal componente del pasivo corriente lo que podría significar que se tengan problemas de liquidez; por consiguiente esto ha contribuido en proporción mayor al incremento de los pasivos totales.

El Patrimonio ha sufrido variaciones bruscas desde el periodo base 2011 al 2013, en el 2011 vemos que el crecimiento del patrimonio con respecto al pasivo es favorable en un 20%, en cuanto al año 2013 el patrimonio tiene un decrecimiento considerable frente al endeudamiento de aproximadamente 100%, por consiguiente existe disminución tanto en el capital y reservas como en las utilidades a través de los años, situación que es preocupante para la empresa.

#### **4.1.1.2. Análisis Vertical**

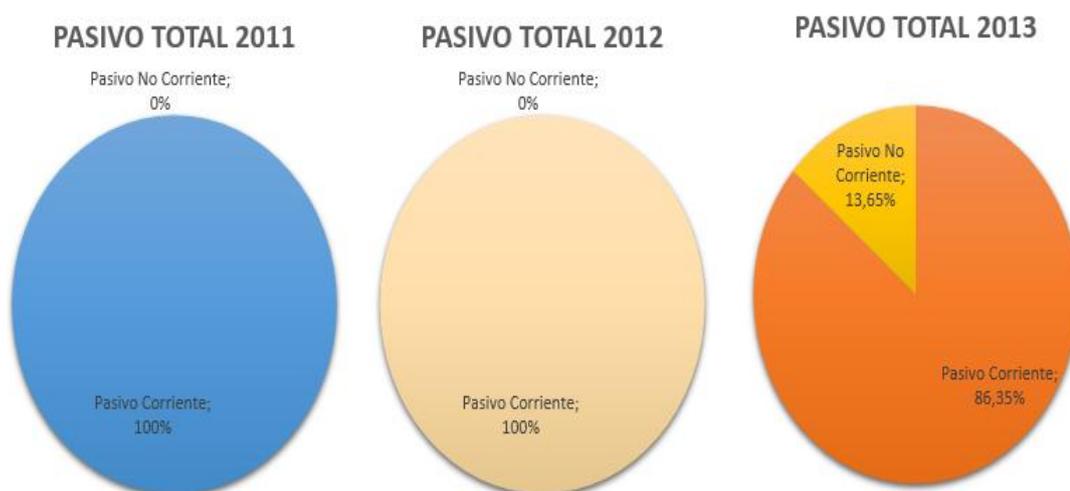
En el Anexo C se encuentran los cálculos respecto a la composición del Balance General con lo cual se ha podido establecer que el activo total de COMERCIAL MABOAN S.A. se encuentra constituido en proporciones desiguales para el año 2011, el activo fijo representa solamente 13,90% del activo total, mientras que el corriente representa el 86,10%, situación que ha variado a lo largo del tiempo pero no de manera significativa, durante el año 2012 el activo corriente representa el 87,98% y el activo fijo 12,02% del activo total. Actualmente la variación es más significativa debido a que el activo total está distribuido en 71,99% en activo corriente y 28,01% en activo fijo, teniendo como principales razones en el activo corriente el aumento del disponible empresarial, disminución de cuentas por cobrar e inventarios; en el activo fijo la adquisición de Maquinaria, Equipo e instalaciones con respecto a los periodos anteriores (2011-2012), lo cual significa que se está aplicando políticas correctas de manejo de cuentas por cobrar, inventarios y activos fijos.



**Gráfico 23 Composición del Activo en el Balance General**

**Fuente:** Archivos COMERCIAL MABOAN S.A

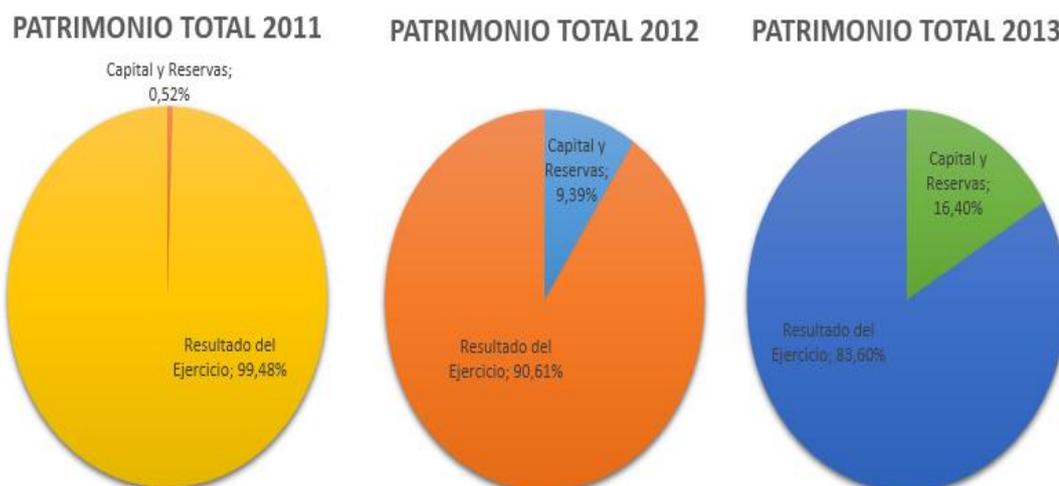
Concerniente al pasivo, se encuentra distribuido el 100% al pasivo corriente y no existe pasivo no corriente, debido a que la empresa no tiene obligaciones con terceros tanto para el año 2011 como 2012, en lo referente al año 2013 la situación varía totalmente se adquirió deuda siendo las obligaciones sociales las de mayor peso, dejando al pasivo con una composición del 83,35% para pasivo corriente y 13,65% pasivo no corriente.



**Gráfico 24 Composición del Pasivo en el Balance General**

**Fuente:** Archivos COMERCIAL MABOAN S.A

Por último, el patrimonio se encuentra compuesto por dos cuentas: Capital y Reservas y Resultado del Ejercicio, de las cuales el Resultado del Ejercicio represente casi la totalidad del patrimonio con un 99,48% para el año 2011, en el año 2012 la situación no varía mucho obteniendo esta cuenta el 90,61% del patrimonio, esto se debe a que no se dispone de utilidades de años anteriores para destinar este dinero a Reservas, aportes a futuras capitalizaciones o resultados no distribuidos. En lo referente al año 2013 tenemos una variación significativa del 83,60% para Resultado del Ejercicio y 16,40% para Capital y Reservas debido al incremento de Reservas.



**Gráfico 25 Composición del Patrimonio en el Balance General**

**Fuente:** Archivos COMERCIAL MABOAN S.A

#### 4.1.2. Estado de Resultados

En el Anexo D se encuentra el Estado de Resultados correspondiente a los períodos 2011, 2012 y 2013 que fue proporcionado por la contadora de la empresa, donde se observan las cuentas de ingresos, costos y gastos así como también la utilidad/pérdida líquida del ejercicio.

#### **4.1.2.1. Análisis Horizontal**

En el Anexo E se encuentran los cálculos de las variaciones anuales relativas de los periodos 2011 al 2013 tomando como año base 2011; con ello se ha podido establecer que los Ingresos Operacionales obtenidos por las ventas del año 2011 al 2012 consiguió un comportamiento creciente de 8,26%, y para el año 2013 decreció en -1,5%, debido a que la empresa atravesó situaciones críticas.

El costo de ventas ha tenido una tendencia similar al de las ventas dado a su relación directa, del año 2011 al 2012 obtuvo un comportamiento creciente de 10,13%, y para el año 2013 decreció en -0,92%. Se puede apreciar que el costo de ventas crece más que las ventas lo que ocasiona que la Utilidad Bruta se reduzca.

Referente a los gastos operacionales durante el año 2011 al 2012 disminuyó en un -4,95% y al año 2013 tuvo un incremento significativo del 5,85%, siendo los de mayor crecimiento los relacionados con Mantenimiento y Reparaciones 123,19%, Gasto de Gestión 337,98%, Pagos por otros bienes 316,88%, Depreciación 194,93% e Impuestos 165,60%.

El comportamiento de la Utilidad del Ejercicio durante el año 2011 al 2012 fue creciente del 10,54%, causando impuestos que incrementaron en 128,24%, afectando la Utilidad Líquida del Ejercicio con un decrecimiento del -49,83%, es decir se obtuvo pérdida, y al año 2013 la rentabilidad de la empresa no mejoró, la Utilidad del Ejercicio decreció significativamente a -71,26%, no causando impuestos, a su vez la Utilidad Líquida del Ejercicio decreció en -79,18%. COMERCIAL MABOAN S.A. está experimentando pérdidas cada vez más considerables debido al incremento de los impuestos que exige el mercado en el cual se desenvuelve, se espera que para los próximos años se adopten medidas correctivas y se disponga de utilidad para repartir los dividendos a los socios.

#### 4.1.2.2. Análisis Vertical

En el Anexo F se encuentran los cálculos respecto a la composición del Estado de Resultados con lo cual se ha podido establecer que COMERCIAL MABOAN S.A. debido a su actividad comercial los ingresos operacionales son resultado solamente de las ventas con un 100%. Para el año 2011 los costos de ventas representan el 85,5% de las ventas y los gastos operacionales el 12,47%, ocasionando como resultado una representación del 2,02% de Utilidad del Ejercicio sobre las ventas; en el 2012 la situación no tiene variaciones significativas los costos de ventas representan el 86,98%, los gastos operacionales el 10,95% y la Utilidad del Ejercicio el 2,07% de las ventas y en el año 2013 existe un ligero incremento en los gastos operativos del 13,40% de las ventas y los costos de ventas representan el 86,01% ocasionando como resultado una representación del 2,07% de Utilidad del Ejercicio sobre las ventas.



**Gráfico 26 Composición de los Ingresos en el Estado de Resultados**

**Fuente:** Archivos COMERCIAL MABOAN S.A

Como se puede apreciar las ventas son considerables pero los gastos operativos incrementan debido a los altos montos por Remuneraciones gravados del IESS, además de los impuestos causados, situación que

contribuyo a la obtención de Pérdida Líquida del Ejercicio durante los tres periodos analizados.

#### **4.1.3. Estado de Flujo de Efectivo**

En el Anexo G se encuentra el Estado de Flujo de Efectivo por el método indirecto correspondiente a los períodos 2012 y 2013 que fue proporcionado por la contadora de la empresa, clasificado en tres actividades de: operación, inversión y financiamiento.

##### **4.1.3.1. Análisis Horizontal**

En el Anexo H se encuentran los cálculos de las variaciones anuales relativas del periodo 2012-2013, con ello se ha logrado establecer que los flujos provenientes de las Actividades de Operación del negocio han disminuido en un 2715,54 % en el 2013 respecto del año anterior, dentro de estas actividades la partida que no genera desembolsos de dinero son las depreciaciones que en el 2013 tuvieron un crecimiento del 28,24% debido a la adquisición de activos fijos y la partida que genera desembolsos de dinero son los proveedores que en el 2013 tuvieron un crecimiento del 129,01%.

En lo referente a las Actividades de Inversión tuvieron un incremento de 718,28% en el 2013 con respecto al año 2012, esto tiene relación amplia con lo expuesto anteriormente sobre las depreciaciones, se realizó una fuerte inversión en la adquisición de activos fijos (maquinaria, equipo e instalaciones) representando salida de efectivo, por último en las Actividades de financiamiento no se obtuvo ninguna variación.

##### **4.1.3.2. Análisis Vertical**

En el Anexo I se encuentran los cálculos respecto de la composición del Estado de Flujo de Efectivo con lo cual se ha podido determinar que dentro de las Actividades de Operación, las partidas de mayor influencia para la

obtención del flujo operativo es la de utilidad/pérdida del ejercicio y cuentas por cobrar clientes en el 2012, para el año 2013 la situación varía cuentas por cobrar clientes es la partida principal seguida de la utilidad/pérdida del ejercicio. También son componentes importantes el aumento de proveedores tanto en el año 2012 como 2013 y obligaciones sociales que incremento en el año 2013.

Las Actividades de Inversión en su totalidad provienen del incremento de activos fijos 100% para el año 2012 y 2013, en lo concerniente a las Actividades de Financiamiento provienen del capital social pero en vista a la nula variación de esta partida tanto en el año 2012 como 2013 es 0%.

#### **4.2. Análisis de Indicadores Financieros**

El análisis de indicadores financieros nos permite medir en un alto grado la eficacia de la utilización de recursos y comportamiento de COMERCIAL MABOAN S.A. y de esta manera tener una perspectiva amplia de su situación financiera.

#### 4.2.1. Indicadores de Liquidez



**Gráfico 27 Indicadores de Liquidez**

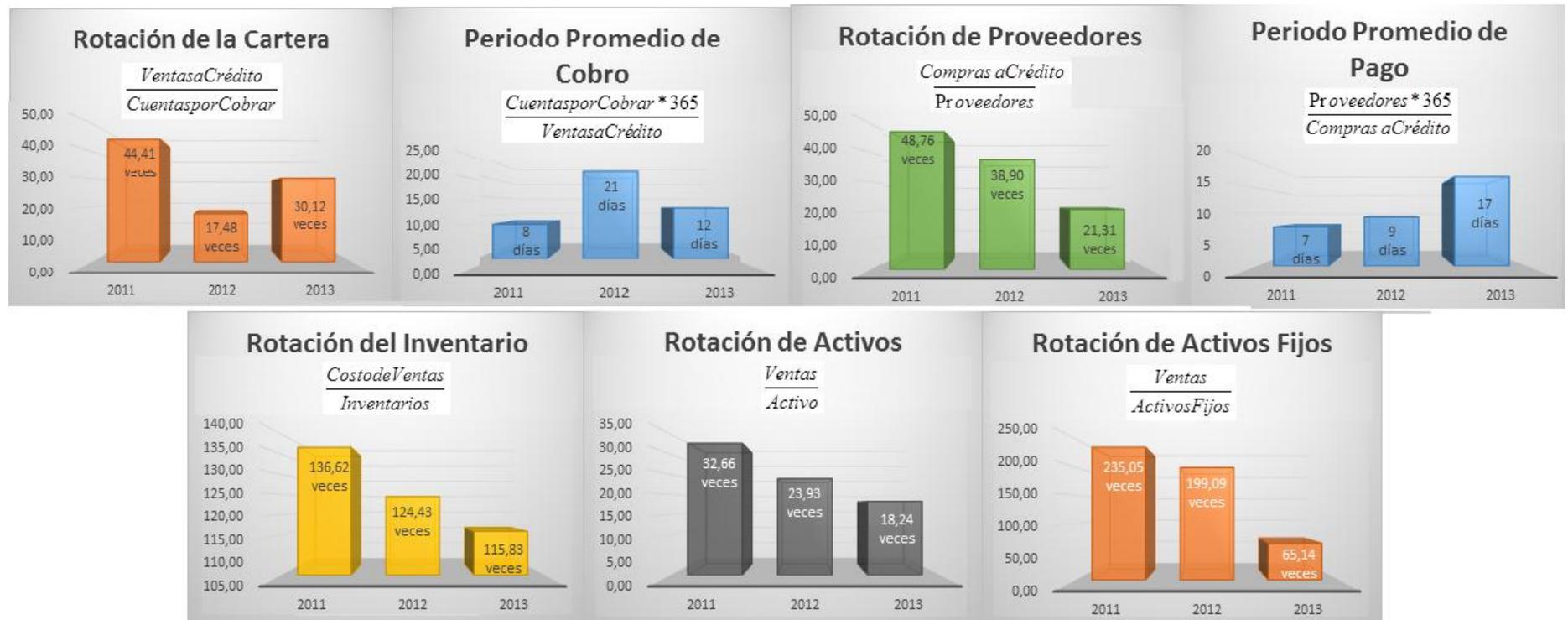
**Fuente:** Archivos COMERCIAL MABOAN S.A

La Liquidez General de COMERCIAL MABOAN S.A. en el año 2011 alcanzó un valor de 1,51, con un mayor valor en el 2012 de 1,64 y una variación decreciente en el 2013 de 0,96; con este resultado determinamos que sus activos corrientes pueden cubrir el total de sus pasivos corrientes; para el año 2011 la empresa tiene \$1,51 de activos corrientes para cubrir cada dólar de obligaciones a corto plazo, en el 2012 tiene \$1,64 y en el 2013 no puede cubrir las deudas.

La Prueba Ácida de COMERCIAL MABOAN S.A. en el 2011 es del 1,15% de liquidez, 1,33% en el 2012 y 0,78% en el 2013, para operar sin recurrir a los flujos de venta, descartando la influencia del tiempo y variación de precios.

En lo referente al Capital de Trabajo cuenta con \$25966,43 en el 2011, tiene un incremento sustancial en el 2012 a \$45419,20 y en el 2013 tuvo un decrecimiento significativo de - \$5089,02, para responder a sus obligaciones con terceros, luego de haber cancelado sus deudas inmediatas.

#### 4.2.2. Indicadores de Actividad



**Gráfico 28 Indicadores de Actividad**

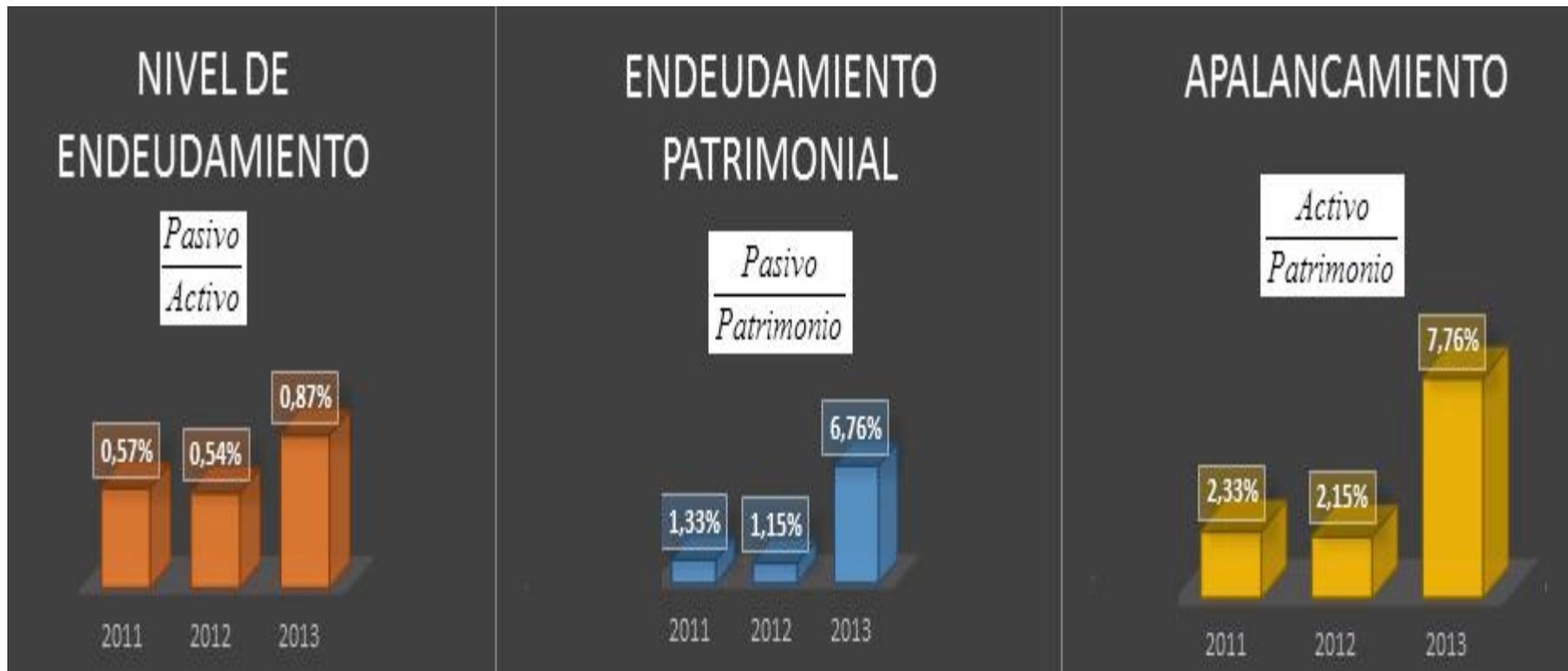
**Fuente:** Archivos COMERCIAL MABOAN S.A

La Rotación de la Cartera para el año 2011 fue de 44,41 veces, en el 2012 decreció a 17,48 veces y para el 2013 aumento a 30,12 veces, demostrando las veces que la empresa recupera su cartera en el año. Las cuentas por cobrar de COMERCIAL MABOAN S.A. se demoraron 8 días para convertirse en efectivo durante el año 2011, 21 días en el año 2012 y 12 días en el año 2013, lo cual nos indica que se están aplicando políticas para reducir el periodo promedio de cobro.

Referente a la Rotación de Proveedores lo ideal es de 1 a 4 veces al año, en este caso en el año 2011 fue de 48,76 veces, disminuyendo a 38,90 veces en el 2012 y a 21,31 veces en el año 2013, lo que indica que no se está aprovechando el crédito. COMERCIAL MABOAN S.A. se demoró 7 días en cancelar los créditos durante el año 2011, 10 días en el año 2012 y 17 días en el año 2013, lo cual nos indica que el periodo promedio de pago va en aumento durante el transcurso del tiempo.

En COMERCIAL MABOAN S.A. el número de veces que giro el inventario durante el año 2011 fue de 136,62 veces, disminuyendo en el 2012 a 124,43 veces y a 115,83 en el año 2013. La Rotación de los Activos para el año 2011 fue de 32,66 veces, es decir, por cada dólar invertido en activo total se logró \$32,66 en ventas, para el 2012 decreció a \$23,93 y en el 2013 a \$18,24. Los Activos Fijos para el año 2011 rotaron 235,05 veces, es decir, por cada dólar invertido en activo fijo se logró \$235,05 en ventas, para el 2012 decreció a \$199,09 y en el 2013 a \$65,14; esto demuestra que los activos son ineficientes en relación a la inversión realizada.

#### 4.2.3. Indicadores de Endeudamiento



**Gráfico 29 Indicadores de Endeudamiento**

**Fuente:** Archivos COMERCIAL MABOAN S.A

El nivel de Endeudamiento de COMERCIAL MABOAN S.A no varía significativamente; en el 2011 la razón de endeudamiento es de 0,57%, en el año 2012 disminuye a 0,54%, mientras que en el 2013 tiene un ligero crecimiento a 0,87%, en consecuencia la empresa registra un nivel de endeudamiento muy bajo, por cada dólar de activos se adeuda 87 centavos en caso de liquidar estos activos al precio en libros quedaría un saldo 99,13% de su valor después del pago de obligaciones vigentes.

La razón de Endeudamiento Patrimonial en el año 2011 fue de 1,33%, disminuyendo en el 2012 a 1,15% y para el año 2013 presenta un incremento significativo a 6,76%, lo que demuestra que tenemos un considerable financiamiento por parte de los acreedores. De esta manera los acreedores han financiado el negocio con \$6,76 por cada dólar aportado por los propietarios.

Con respecto al Apalancamiento, COMERCIAL MABOAN S.A en el año 2011 para lograr el 100% de los activos, requirió el 2,33% del Capital Propio, en el 2012 disminuyo necesito 2,15% del Capital Propio y para el 2013 tuvo un significativo incremento en el requerimiento de 7,76% del Capital Propio.

#### 4.2.4. Indicadores de Rentabilidad



Gráfico 30 Indicadores de Rentabilidad

Fuente: Archivos COMERCIAL MABOAN S.A

El Margen Bruto de COMERCIAL MABOAN S.A fue de 0,14% en el año 2011, disminuyendo para el año 2012 a 0,13% y en el año 2013 retorno a 0,14%; lo cual es una situación preocupante la rentabilidad bruta de la empresa es realmente baja, la utilidad por cada dólar de ventas es del \$0,0014 después de que la empresa ha cubierto el costo de lo vendido.

El Margen Neto de COMERCIAL MABOAN S.A nos indica que la utilidad equivale a -0,0010% de las ventas en el año 2011, aumentando para el año 2012 a -0,0005% y continuo en crecimiento para el año 2013 a -0,0002%; lo cual es una situación alarmante la rentabilidad neta de la empresa es realmente baja, por cada dólar que se vendió obtuvo una utilidad de -\$0,000002 (pérdida).

Concerniente al Rendimiento del Patrimonio, la utilidad neta obtenida en el año 2011 equivale al -0,08% del patrimonio, aumentando a -0,02% en el año 2012 y en el 2013 decreció a -0,03%; lo cual significa que por cada dólar que los dueños mantienen se genera un rendimiento de -\$0,0003 sobre el patrimonio.

El Rendimiento del Activo, en el año 2011 equivale al -0,03%, aumentando a -0,01% en el año 2012 y en el 2013 llego a 0,00%; lo cual significa que por cada dólar invertido en activos se produjo un rendimiento de \$0,00 sobre la inversión.

Se aprecia la existencia de una ineficiente administración para generar utilidades tanto con el capital propio de la empresa como con los activos que dispone la misma, al generar constantes pérdidas económicas (2011, 2012, 2013).

#### 4.2.5. Comparación indicadores COMERCIAL MABOAN S.A. vs. Sector

Para conocer la situación en la que se encuentra la empresa es importante comparar sus indicadores con los indicadores promedio del sector al que pertenece.

**Tabla 6**

#### Comparación indicadores COMERCIAL MABOAN S.A. vs. Sector

INDICADOR FINANCIERO	EMPRESA 2013	SECTOR 2013	RELACIÓN COMERCIAL MABOAN S.A. VS. SECTOR
<b>INDICADORES DE LIQUIDEZ</b>			
Liquidez General	0,96 veces	3,53 veces	Inferior
Prueba Ácida	0,78%	22,15%	Inferior
Capital de Trabajo	-5089,02 dólares	-	-
<b>INDICADORES DE ACTIVIDAD</b>			
Rotación de la Cartera	30,12 veces	122,91 veces	Inferior
Periodo promedio de cobro	12 días	3 días	Superior
Rotación de Proveedores	21,31 veces	16,06 veces	Superior
Periodo promedio de pago	17 días	22 días	Inferior
Rotación de Inventario	115,83 veces	-	
Rotación de Activos	18,24 veces	8,65 veces	Superior
Rotación de Activos Fijos	65,14 veces	179,82 veces	Inferior
<b>INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO</b>			
Nivel de Endeudamiento	0,87%	0,55%	Superior
Endeudamiento Patrimonial	6,76%	2,22%	Superior
Apalancamiento	7,76%	308,81%	Inferior
<b>INDICADORES DE RENTABILIDAD</b>			
Margen Bruto	0,14%	0,20%	Inferior
Margen Neto	-0,0002%	0,032%	Inferior
Rendimiento del Patrimonio	-0,03%	0,47%	Inferior
Rendimiento del Activo	0,00%	0,159%	Inferior

(Superintendencia de Compañías, 2013)

**Fuente:** Archivos COMERCIAL MABOAN S.A y Superentendía de Compañías.

Con respecto a la liquidez en general, COMERCIAL MABOAN S.A tiene un índice extremadamente inferior al del sector, de igual manera sucede con la prueba ácida, tomando en cuenta solamente el disponible más líquido de la empresa Caja, con estos antecedentes se puede decir que la empresa no cuenta con la liquidez necesaria para operar eficientemente con las operaciones del negocio.

Las razones de actividad de la empresa son superiores (en algunos casos) a las del sector dado que se ha realizado una fuerte inversión en activos fijos que le están dando buenos resultados a la empresa al utilizar estos activos y convertirlos en efectivo.

El nivel de Apalancamiento de COMERCIAL MABOAN S.A frente al sector es inferior, en cuanto al nivel de endeudamiento patrimonial es superior, ya que la empresa se encuentra manejando niveles riesgosos de participación de terceros en su capital, lo cual deja una falta de capital propio que podría ocasionar problemas de liquidez en situaciones difíciles.

Como último y no menos importante tenemos los índices de rentabilidad, para lo cual la rentabilidad de la empresa en general es inferior a la rentabilidad del sector, dado que la empresa no ha tenido utilidad neta durante los últimos periodos y no ha podido capitalizar utilidades en inversión de activos sino más bien utilizar el capital de los accionistas para cubrir sus operaciones.

## **CAPÍTULO V**

### **PROPUESTA DE VALORACIÓN EMPRESARIAL**

#### **5.1. Proyecciones de Estados Financieros**

Como primer paso para determinar el valor de una empresa mediante el método de flujos descontados es realizar previsiones financieras utilizando supuestos detallados a continuación:

##### **5.1.1. Estado de Resultados**

El Estado de Resultados debe proyectarse como primera instancia debido a que define el nivel de actividad de la empresa en su totalidad, tomando en cuenta supuestos financieros para las diferentes cuentas de resultados.

###### **5.1.1.1. Ventas**

Para la proyección de esta cuenta, se utilizó el supuesto de crecimiento del sector automotriz en los siguientes años, debido a que en este sector se encuentra la mayoría de clientes de COMERCIAL MABOAN S.A. La tasa de crecimiento que se utilizó es la publicada en los supuestos macroeconómicos 2012-2015 del Cámara de la Industria Automotriz Ecuatoriana (CINAE) el 24/07/2014 y para los años restantes de la proyección se tomara el promedio de la tasa de crecimiento del periodo 2013-2015 debido que el CINAE elabora previsiones por periodos de cuatro años a partir del último año en curso y aún no ha publicado previsiones para los años 2016, 2017 y 2018.

Es importante mencionar que no se ha tomado en cuenta el comportamiento de las ventas en periodos anteriores debido a que este ha sido muy variable y en el último año ha decrecido en un 1,50% con respecto al año anterior. En el caso de tomar la tendencia de las ventas para la

proyección, para años futuros los montos serían irreales por su irregular crecimiento.

#### **5.1.1.2. Costo de Ventas**

Para la proyección de esta cuenta se calculó el porcentaje de participación que ha tenido el costo en el total de ventas durante el periodo 2011-2013, para después obtener un promedio de dicha participación y utilizar este porcentaje para la proyección de los montos, de esta forma estarán en función de las ventas, es decir del crecimiento del sector automotriz en el Ecuador.

#### **5.1.1.3. Gastos Administrativos y de ventas**

Esta cuenta está compuesta en su mayoría por la Remuneraciones gravadas del IESS, por lo que el supuesto para estas proyecciones será la tasa de inflación, variable macroeconómica externa que influye directamente en los sueldos y salarios y otros gastos derivados de las remuneraciones como los beneficios de ley.

Para el presente estudio se tomarán los datos de los principales indicadores macroeconómicos del sector real para el periodo 2012-2015 publicada por el Ministerio Finanzas del Ecuador en Noviembre del 2011, y para el año 2016, 2017 y 2018 se promediara la inflación del periodo 2013-2015 debido a que no se cuenta con información para los últimos años de proyección.

#### **5.1.1.4. Depreciaciones**

La proyección de esta cuenta se encuentra como parte de la proyección de los gastos administrativos y de ventas, sin embargo en las depreciaciones de activos fijos se tomara como base los saldos 2013 debido a que la mayor parte de la inversión fue realizada durante 2012 - 2013, y el crecimiento de activos fijos será similar al del año 2013. En este caso la depreciación será en base al promedio de crecimiento para los años siguientes.

#### **5.1.1.5. Estado de Resultados Projectados**

Después de proyectar las cuentas de resultados, se puede observar en el Anexo K el Estado de Resultados proyectado hasta el año 2016, donde los ingresos operacionales aumentan en el 2014-2015, a partir del año 2016 hasta 2018 disminuyen según las previsiones macroeconómicas del sector automotriz, clientes mayoritarios de COMERCIAL MABOAN S.A. decrecen, ocasionando un descenso en las ventas. El mismo comportamiento de las ventas se refleja en los costos de ventas, al ser calculadas de manera proporcional.

Los gastos administrativos y de ventas crecen a lo largo de los cinco años siguientes a causa de la inflación que se mantiene con variaciones relativamente pequeñas en ese periodo; obteniendo pérdidas que generan crédito tributario y no permite repartir dividendos a los socios, situación que se debe al decrecimiento de los próximos años del sector automotriz.

#### **5.1.2. Balance General**

Al ser las ventas un elemento clave en las actividades de la empresa, se utilizó el método del porcentaje de ventas planteado por Keown para hacer previsiones financieras del Balance General, ya que se supone que las ventas tienen un impacto sobre los activos, pasivos y gastos. Se debe convertir el activo y pasivo que varía con las ventas a porcentaje de ventas actuales y proyectar utilizando el porcentaje anteriormente calculado. (Keown, Petty, Scott, & Martin , 1999)

##### **5.1.2.1. Activos**

El activo corriente se mantendrá constante ya que la cuenta Caja aumenta su saldo con relación a las ventas pero también disminuye en la misma proporción debido a los gastos. Con respecto a inventarios, esta se mantendrá igual para años siguientes.

Para la proyección de las cuentas por cobrar y los impuestos anticipados, se estima que estos crecen de acuerdo a las ventas, por lo cual se calcula el porcentaje de ventas que representa y de esa manera se ejecuta la proyección.

Respecto a los activos fijos, tomando en cuenta que el 2013 fue el año en el que se adquirió la mayor parte de los activos, se calcula el incremento en el periodo 2011-2012 como valor fijo de incremento para años futuros, obteniendo así proyecciones razonables que son capaces de soportar los nuevos niveles de ventas proyectados.

#### **5.1.2.2. Pasivos**

Para el pasivo corriente, el supuesto para las cuentas por pagar y obligaciones impositivas es el método del porcentaje de ventas dado que tiene que ver de manera directa con las ventas, excepto el 15% participación de trabajadores y el impuesto a la renta, valores que serán tomados del estado de resultados. En el pasivo no corriente, las obligaciones sociales con el IESS crecerán en relación a la variable de inflación por tener vinculación con las remuneraciones.

#### **5.1.2.3. Patrimonios**

En vista que la junta directiva no ha tenido ninguna reunión para determinar el porcentaje de dividendos a repartir en años futuros, ni los aportes que serán capitalizados se mantendrá constante el capital social de la empresa y las reservas y la diferencia se reflejara en el resultado del ejercicio.

#### **5.1.2.4. Balance General Proyectado**

En el Anexo L se puede observar el Balance General proyectado se aumentara en todos los grupos de cuentas, es decir tanto en cuentas de

activo, pasivo y patrimonio, teniendo como principal cambio proveedores que incrementa el pasivo corriente.

El resto de las cuentas del balance crecen de manera general con el incremento de las ventas como por ejemplo las cuentas por cobrar, impuestos, obligaciones por pagar y especialmente las cuentas de resultados. Las cuentas que tienen variaciones diferentes son el activo corriente que permanece igual, el activo fijo que se incrementa en un valor similar a la variación entre año 2011-2012, el capital social que se mantiene en su proyección debido a que no se ha definido aún su porcentaje, y por último el resultado del ejercicio que crecerá o disminuirá según el caso en función a la diferencia entre el activo y pasivo.

## **5.2. Proyección de los Flujos de Caja Libre**

Los flujos de caja libre se definen como la diferencia entre entradas y salidas de dinero que se producen en la empresa. (ACCID, 2009, pág. 15)

Sin embargo partidas como depreciaciones no representan desembolsos de dinero por lo que deben ser aumentadas al flujo, al igual que los incrementos futuros derivados de inversión en activos fijos y capital de trabajo, calculados a continuación.

Debido a la adquisición de activos fijos que fue realizada en el año 2013, especialmente en Equipo de Computación y Software, se estima que solo incrementará el monto del activo depreciable en un valor igual al del incremento en el periodo 2012- 2013.

Tabla 7

## Incremento en Activos Fijos

CUENTAS	2012	2013	INCREM. 2012-2013
<b>DEPRECIABLES</b>	<b>\$ 15.876,75</b>	<b>\$ 44.148,94</b>	<b>\$ 28.272,19</b>
Muebles y Enseres	\$ 11.876,75	\$ 15.000,00	\$ 3.123,25
Maquinaria, Equipo e instalaciones	\$ -	\$ 24.663,94	\$ 24.663,94
Equipo de Computación y Software	\$ 4.000,00	\$ 4.485,00	\$ 485,00

**Fuente:** Archivos COMERCIAL MABOAN S.A

Al ser el capital de trabajo la diferencia entre el activo corriente y el pasivo corriente, este será calculado de las provisiones financieras del balance general. Este incremento es bastante alto para el año 2014 en comparación a las provisiones de los años siguientes donde se obtuvo saldos negativos.

Tabla 8

## Incremento del Capital de Trabajo

CUENTAS	2014(p)	2015(p)	2016(p)	2017(p)	2018(p)
Caja	\$ 52.439,02	\$ 52.439,02	\$ 52.439,02	\$ 52.439,02	\$ 52.439,02
Cuentas por cobrar	\$ 40.486,53	\$ 40.724,69	\$ 40.605,61	\$ 40.685,00	\$ 40.565,92
Inventarios	\$ 21.354,84	\$ 21.354,84	\$ 21.354,84	\$ 21.354,84	\$ 21.354,84
Cuentas por pagar	\$ 117.451,57	\$ 119.044,00	\$ 118.695,92	\$ 118.927,97	\$ 118.579,89
<b>Capital de Trabajo</b>	<b>\$ (3.171,18)</b>	<b>\$ (4.525,45)</b>	<b>\$ (4.296,45)</b>	<b>\$ (4.449,12)</b>	<b>\$ (4.220,11)</b>
<b>Incremento del Capital de Trabajo</b>	<b>\$ 1.917,84</b>	<b>\$ (1.354,27)</b>	<b>\$ 229,00</b>	<b>\$ (152,67)</b>	<b>\$ 229,00</b>

Luego de realizar estos cálculos se obtienen los flujos de caja libre o free cash flow que se detallan a continuación:

Tabla 9

## Proyección de los flujos de caja libre

CUENTAS	2014(p)	2015(p)	2016(p)	2017(p)	2018(p)
Ingreso por ventas	\$ 2.933.459,18	2.950.714,82	\$ 2.942.087,00	\$2.947.838,88	\$ 2.939.211,06
(-) Costo de Ventas	\$ 2.527.636,97	\$2.542.505,43	\$ 2.535.071,20	\$2.540.027,35	\$ 2.532.593,13
(-) Gastos Operacionales	\$ 399.847,11	\$ 414.521,49	\$ 429.900,24	\$ 445.849,54	\$ 462.390,56
<b>(=) Utilidad/Pérdida Operacional</b>	<b>\$ 5.975,10</b>	<b>\$ (6.312,10)</b>	<b>\$ (22.884,44)</b>	<b>\$ (38.038,01)</b>	<b>\$ (55.772,63)</b>
(-) 15% Participación Laboral	\$ (896,26)	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
(-) Impuesto a la Renta Causado	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>(=) Utilidad Operacional después de impuestos</b>	<b>\$ 5.078,83</b>	<b>\$ (6.312,10)</b>	<b>\$ (22.884,44)</b>	<b>\$ (38.038,01)</b>	<b>\$ (55.772,63)</b>
(+) Depreciaciones	\$ 3.769,61	\$ 3.907,96	\$ 4.052,94	\$ 4.203,30	\$ 4.359,25
<b>Flujo de Caja Bruto</b>	<b>\$ 8.848,44</b>	<b>\$ (2.404,15)</b>	<b>\$ (18.831,50)</b>	<b>\$ (33.834,71)</b>	<b>\$ (51.413,38)</b>
(-) Incremento en Activos Fijos	\$ 28.272,19	\$ 28.272,19	\$ 28.272,19	\$ 28.272,19	\$ 28.272,19
(-) Incremento de Capital de Trabajo	\$ 1.917,84	\$ (1.354,27)	\$ 229,00	\$ (152,67)	\$ 229,00
<b>Flujo de Caja Neto (FCF)</b>	<b>\$ (21.341,59)</b>	<b>\$ (29.322,06)</b>	<b>\$ (47.332,70)</b>	<b>\$ (61.954,23)</b>	<b>\$ (79.914,57)</b>

## 5.3. Estimación de la Tasa de Descuento

Después de predecir los flujos de caja libre que COMERCIAL MABOAN S.A. generará en el futuro, estos deben ser descontados a una tasa de descuento apropiada, la estimación de la tasa de descuento ajustada al riesgo de los flujos es una tarea difícil por lo que se utiliza la solución más común, el cálculo del WACC (Weighted Average Cost of Capital) o CCMP (Costo del Capital Medio Ponderado) en español. (Alonso A. , 2004)

El WACC se calcula de la siguiente forma:

### Ecuación 25

#### Cálculo del WACC

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

**Fuente:** (Sanjurgo & Reinoso, 2003) y (Fernández P. , 2008)

#### Donde:

**D** = valor de mercado de la deuda

**E** = valor de mercado de las acciones

**Kd** = costo de la deuda antes de impuestos o rentabilidad exigida de la deuda

**T** = tasa impositiva

**Ke** = costo de los recursos propios o rentabilidad exigida a las acciones

En el caso de COMERCIAL MABOAN S.A.:

**D** = \$ 38.577,00 es calculado a partir de las cuotas obtenidas en la tabla de amortización del préstamo que se pretende adquirir.

### Tabla 10

#### Préstamo a Largo plazo

Préstamo a Largo plazo	
Valor de la obligación bancaria:	\$ 30.000,00
Tasa de interés:	9,53%
Tiempo:	5 años
Cuota:	\$ 6.000,00

El valor del préstamo se estima como resultado del total aproximado de incremento en activos fijos \$ 28272,19 \* 5 = \$141.360,95 menos el valor de la obligación a capitalizarse \$111.360,95, lo cual nos da un aproximado de

\$30.000, en base a esto se realiza la tabla de amortización que se presenta a continuación:

**Tabla 11**

**Tabla de Amortización**

AÑO	VALOR	CUOTA	INTERÉS	SALDO
<b>2014 (p)</b>	\$ 30.000,00	\$ 6.000,00	\$ 2.859,00	\$ 24.000,00
<b>2015 (p)</b>	\$ 24.000,00	\$ 6.000,00	\$ 2.287,20	\$ 18.000,00
<b>2016 (p)</b>	\$ 18.000,00	\$ 6.000,00	\$ 1.715,40	\$ 12.000,00
<b>2017 (p)</b>	\$ 12.000,00	\$ 6.000,00	\$ 1.143,60	\$ 6.000,00
<b>2018 (p)</b>	\$ 6.000,00	\$ 6.000,00	\$ 571,80	\$ 0,00

Una vez obtenidas las cuotas, estas son sumadas a los intereses y de esta manera se obtienen los dividendos que deben ser traídos a valor actual. Finalmente se suman todos los dividendos a valor presente y así se obtiene el valor actual del pasivo a largo plazo.

**Tabla 12**

**Valor Actual del pasivo a largo plazo**

Concepto	2014 (p)	2015 (p)	2016 (p)	2017 (p)	2018 (p)
Cuota	\$ 6.000,00	\$ 6.000,00	\$ 6.000,00	\$ 6.000,00	\$ 6.000,00
(+) Interés	\$ 2.859	\$ 2.287,20	\$ 1.715,40	\$ 1.143,60	\$ 571,80
(=) Dividendo	\$ 8.859,00	\$ 8.287,20	\$ 7.715,40	\$ 7.143,60	\$ 6.571,80
Valor Actual de los Dividendos	\$ 8.859,00	\$ 8.287,20	\$ 7.715,40	\$ 7.143,60	\$ 6.571,80
<b>Valor Actual del Pasivo a Largo Plazo</b>		<b>\$ 38.577,00</b>			

**E = \$0,58**; COMERCIAL MABOAN S.A. no cotiza sus acciones en la bolsa, pero Petróleos de los Ríos PETROLRIOS C.A. es una emisora de la bolsa de valores de quito, por lo tanto tomaremos el precio su acción a la fecha como valor referencial del mercado.

**kd = 9,53%** Tasa de interés activa para el segmento Productivo Empresarial agosto del 2014.

**T = 34,55%** dado que es el porcentaje de la participación trabajadores (15%) e impuesto a la renta (23%).

**Ke = 13,53%** Considerado lo establecido por (Besley & Brigham, 2009) el ke puede ser obtenido así:

### Tabla 13

#### Fórmula ke

$Ke = \text{tasa de intereses antes de impuestos de la deuda a largo plazo} + \text{prima de riesgo}$
---

**Ke = 9,53%+4%**

**Ke = 13,53%**

Donde la tasa de interés antes de impuestos de la deuda a largo plazo será la tasa activa correspondiente al segmento Productivo Empresarial publicado por el Banco Central del Ecuador para agosto del 2013 debido a que la empresa actualmente no tiene deuda a largo plazo contraída con instituciones bancarias pero podría adquirirla en un futuro y la prima de riesgo será del 4% teniendo como sustento que (Besley & Brigham, 2009) suelen usar una prima de 3 a 5 puntos porcentuales; además existen cuatro tipos de prima de riesgo del mercado, siendo la prima de riesgo del mercado exigida (PRMX) la que se debe utilizar para calcular la rentabilidad exigida a las acciones dado que en la mayoría de variaciones realizadas en el siglo XXI por Fernández, él ha utilizado PRMXs entre 3,8 y 4,3% para Europa y Estados Unidos por la rentabilidad de los bonos del Estado a largo plazo; además considera que un 4% compensa sobradamente el riesgo de una cartera de acciones diversificada.(Fernandez, 2009, pág. 63)

La tasa de descuento quedaría expresada de la siguiente manera:

### **Ecuación 26**

#### **Tasa de Descuento**

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

$$WACC = \frac{(\$0,58 * 13,53\%) + (\$ 38.577,00 * 9,53\%)(1 + 34,55\%)}{\$0,58 + \$ 38.577,00}$$

$$WACC = 12,82\%$$

#### **5.4. Estimación del Valor Residual**

La mayoría de proyecciones financieras abarcan periodos de 5 y 10 años, sin embargo lo más probable es que al final de dichos periodos la empresa aun tenga años de funcionamiento, por lo que es importante calcular el valor en ese momento, este valor es conocido como valor residual. (Revello de Toro, 2010)

Para estimar el valor residual existen varios enfoques, el más adecuado es el de renta perpetua para lo cual es necesario conocer el *ke* (costo de los recursos propios) y *g* (tasa de crecimiento sostenible de los flujos de caja).

La fórmula de cálculo de la tasa de crecimiento es:

### **Ecuación 27**

#### **Tasa de Crecimiento**

$$g = b * ROE$$

**Fuente:** (Pinto, 2010)

#### **Donde:**

b = coeficiente de retención

**Ecuación 28****Cálculo de  $b$** 

$$b = \frac{\text{utilidadretenida}}{\text{utilidadneta}}$$

COMERCIAL MABOAN S.A. no ha distribuido dividendos en años anteriores por lo que el coeficiente de retención  $b$  es de 1,00 y el ROE será el promedio histórico obtenido como resultado una tasa de crecimiento  $g$  de -4,43%. (Anexo M)

Una vez calculado el costo de los recursos propios se procede a obtener el valor residual:

**Ecuación 29****Valor Residual**

$$VR_n = \frac{FCF_{n+1}}{WACC - g} = \frac{FCF_n(1 + g)}{WACC - g}$$

$$VR_{2018} = \frac{-\$76.375,72}{12,82\% - (-4,43\%)} = \frac{-\$79.914,57(1 + (-4,43\%))}{12,82\% - (-4,43\%)}$$

$$VR_{2018} = -\$442.801,56$$

**5.5. Flujo de Caja Libre Descontados**

Una vez obtenida la tasa de descuento, WACC, se deberán descontar los flujos de caja libre proyectados anteriormente, utilizando el valor residual a renta perpetua en el año 2018 y la tasa de descuento WACC de 12,82%.

Tabla 14

**Descuento de los Flujos de Caja Libre (FCF) proyectados**

Concepto	2014 (p)	2015 (p)	2016 (p)	2017 (p)	2018 (p)
Flujos de Caja Netos (FCF) proyectados	\$(21.341,59)	\$(29.322,06)	\$(47.332,70)	\$(61.954,23)	\$(79.914,57)
(+) Valor Residual de los FCF, desde el año 2018 y a perpetuidad					\$(442.801,56)
(=) Flujos de Caja Totales	\$(21.341,59)	\$(29.322,06)	\$(47.332,70)	\$(61.954,23)	\$(522.716,13)
Flujos de Caja Descontados	\$(18.916,49)	\$(23.036,81)	\$(32.961,20)	\$(38.240,77)	\$(285.979,85)
<b>Flujos de Caja Descontados</b>		<b>\$ (399.135,11)</b>			

**5.6. Determinación del Valor de la Empresa**

El valor de una empresa en la actualidad viene dado por la suma de los flujos de caja descontados más el valor residual, ambos traídos a valor presente, en este caso el valor de COMERCIAL MABOAN S.A. sería de \$ (399.135,11).

**5.7. Determinación del Valor de las Acciones**

Después de conocer el valor aproximado de la empresa, se procederá a calcular el valor unitario de las acciones a través de dos metodologías diferentes que proporcionan el mismo valor de la empresa debido a que ambos analizan la misma realidad bajo las mismas hipótesis; solo difieren en los flujos que se toman como punto de partida para la valoración. (Fernández P. , 2008). Las metodologías que se utilizaron son los flujos de caja libre o free cash flow descontados al WACC y el Adjusted Present Value (APV).

Los flujos de caja libre no toman en cuenta el valor del ahorro fiscal por lo que al descontarlos usando el WACC, este se convierte automáticamente en el valor de la empresa. Por el contrario, al aplicar el método del APV se descuentan los flujos de caja libres al  $K_u$ , rendimiento exigido a una empresa

no apalancada conocido también como rendimiento exigido a los activos. Si se toma en cuenta que el rendimiento exigido a las acciones ( $K_e$ ) incluye el riesgo de mercado de la siguiente fórmula. (López, 2008)

### Ecuación 30

**Ku**

$$k_u = \text{tasade int eresantesd eimptosdel adeudal} / p + (\text{primaderie sgo} * \text{riesgodela ctivo})$$

Donde el riesgo del activo viene dado por:

### Ecuación 31

**Riesgo del Activo**

$$RiesgodelActivo = \frac{\text{Pr imadeRiesgo}}{1 + \frac{D(1-T)}{E}}$$

$$RiesgodelActivo = \frac{4\%}{1 + \frac{\$ 38.577,00(1 - 34,55\%)}{\$0,58}}$$

$$RiesgodelActivo = 0,000092\%$$

Y el rendimiento exigido de los activos sería:

$$k_u = 9,53\% + (4\% * 0,000092\%)$$

$$K_u = 9,53\%$$

Dado que el método de los flujos descontados al WACC captura el ahorro fiscal generado por la deuda y el método del APV no, a este último se le debe sumar el valor actual del escudo fiscal, además ambos métodos calculan el valor de la empresa sin deuda por lo que se debe adicionar el valor de los activos improductivos y restar el valor de los pasivos, para después dividir este

resultado entre el número de acciones que posee la empresa, así como se muestra en el cuadro siguiente:

**Tabla 15**

**Determinación del valor de las acciones**

CONCEPTO	Valor Flujos Descontados FCF/WACC	Valor APV FCF/Ku
Valor de la empresa sin deuda (Vsd)	\$ (399.135,11)	\$ (454.583,58)
(+) Valor actual del Escudo Fiscal (T*Ps)	\$ -	\$ 47.442,18
(=) Valor Global de la empresa (VE)	\$ (399.135,11)	\$ (407.141,40)
(-) Activos fuera de explotación (AFE)	\$ 1.514,98	\$ 1.514,98
(-) Valor del pasivo a corto plazo	\$ 118.575,56	\$ 118.575,56
(-) Valor del pasivo a largo plazo	\$ 18.739,00	\$ 18.739,00
(-) Pasivos ocultos o no registrados	\$ -	\$ -
(=) Valor del rendimiento del patrimonio (Rpt)	\$ (537.964,65)	\$ (545.970,95)
Número de acciones en circulación (n)	\$ 200,00	\$ 200,00
(=) Valor Técnico de cada acción (Vta=Rpt/n)en \$	\$ (2.689,82)	\$ (2.729,85)
Valor en libros por acción (Vla=Pt/n)en \$	\$ 101,60	\$ 101,60
Premio por acción (Vta-Vla) en \$	\$ (2.791,43)	\$ (2.831,46)
Premio por acción [(Vta-Vla)/Vla] en %	-27,47	-27,87

El cálculo de los activos fuera de explotación se encuentra en el Anexo N y se realizó únicamente sobre los activos que no participan directamente en la operación del negocio, como otras cuentas por pagar (1%), impuestos fiscales (1%) y el activo fijo depreciable (10%), los muebles y enseres no están siendo utilizados en un 100%.

El valor técnico por acción de COMERCIAL MABOAN S.A. a través del método Valor Flujos Descontados (FCF) es de \$ (2.689,82) y Valor APV es de \$ (2.729,85), mientras que el valor en libros en ambos métodos es de \$ 101,60, indicando que las acciones están sobrevaloradas, según la Superintendencia de Compañías el valor por acción es de \$1,00.

## 5.8. Comparación del Valor de las Acciones con otras empresas

La comparación se realizó con las principales competidoras de COMERCIAL MABOAN S.A. ninguna de estas empresas cotiza aún en la Bolsa de Valores por lo que se tomara el valor de las acciones comunes de cada empresa que constan en los extractos publicados por la Superintendencia de Compañías y Valores. Esta comparación se resume en el cuadro siguiente:

**Tabla 16**

### Comparación del valor de las acciones

EMPRESA	VALOR POR ACCIÓN EN \$
COMERCIAL MABOAN S.A. Valor según FCF	\$ (2.689,82)
COMERCIAL MABOAN S.A. Valor según libros	\$ 101,60
PETROECUADOR S.A.	\$118
PRIMAX S.A.	\$1,00

Las acciones COMERCIAL MABOAN S.A. son las de menor valor \$ (2.689,82) según FCF, lo contrario sucede con el valor en libros de \$ 101,60, que estaría casi a la par con las acciones PETROECUADOR que tiene un valor de \$118 debido a que es una empresa que tiene varios años en el mercado, cobertura a nivel nacional y total apoyo estatal por ser una empresa pública, luego tenemos las acciones de PRIMAX que tienen un valor por acción de \$1,00.

## **5.9. Análisis de Sensibilidad**

Debido a que el valor de la empresa fue obtenido con supuestos, es importante efectuar un análisis tomando en cuenta variables claves que pueden influir en el valor. Es común determinar el valor empresarial en dos escenarios: optimista y pesimista, además del escenario base.

### **5.9.1. Escenario Optimista**

Para el establecimiento de este escenario se consideran los supuestos siguientes en base a información proporcionada por la empresa.

#### **a. Ventas mayores**

Las variables permanecen iguales a las del escenario base, con la diferencia de que las ventas en este escenario incrementan en un 10%, debido a que se tomó en cuenta la probabilidad de que las oportunidades se materialicen y el sector automotriz se expanda en los siguientes años.

Tabla 17

## Escenario optimista - Ventas mayores

SUPUESTOS	
<b>Incremento en ventas</b>	<b>10%</b>
Valor de mercado de la acción (E)	\$ 0,58
Costo de los recursos propios (Ke)	13,53%
Tasa de interés antes de impuestos de la deuda a largo plazo	9,53%
Prima de Riesgo	4%
Valor de mercado de la deuda (D)	\$ 38.577,00
Costo de la deuda (Kd)	9,53%
Tasa Impositiva	34,55%
<b>WACC</b>	<b>12,82%</b>
Tasa de crecimiento sostenible (g)	-4,43%

CUENTAS	2014(p)	2015(p)	2016(p)	2017(p)	2018(p)
Ingreso por ventas	\$3.226.805,10	\$3.245.786,30	\$3.236.295,70	\$3.242.622,77	\$3.233.132,16
(-) Costo de Ventas	\$2.780.400,67	\$2.796.755,97	\$2.788.578,32	\$2.794.030,09	\$2.785.852,44
(-) Gastos Operacionales	\$ 399.847,11	\$414.521,49	\$ 429.900,24	\$ 445.849,54	\$ 462.390,56
(=) Utilidad/Pérdida Operacional	\$ 46.557,32	\$ 34.508,84	\$ 17.817,14	\$ 2.743,14	\$ (15.110,83)
(-) 15% Participación Laboral	\$ 6.983,60	\$ 5.176,33	\$2.672,57	\$ 411,47	\$ (2.266,62)
(-) Impuesto a la Renta Causado	\$ 10.242,61	\$ 7.591,94	\$ 3.919,77	\$ 603,49	\$ (3.324,38)
(=) Utilidad Operacional después de impuestos	\$ 29.331,11	\$ 21.740,57	\$ 11.224,80	\$ 1.728,18	\$ (9.519,82)
(+) Depreciaciones	\$ 3.769,61	\$3.907,96	\$ 4.052,94	\$4.203,30	\$ 4.359,25
Flujo de Caja Bruto	\$ 33.100,72	\$ 25.648,52	\$ 15.277,74	\$ 5.931,48	\$ (5.160,58)
(-) Incremento en Activos Fijos	\$ 28.272,19	\$ 28.272,19	\$ 28.272,19	\$ 28.272,19	\$ 28.272,19
(-) Incremento de Capital de Trabajo	\$ 1.917,84	\$ (1.354,27)	\$ 229,00	\$ (152,67)	\$ 229,00
<b>Flujo de Caja Neto (FCF)</b>	<b>\$ 2.910,69</b>	<b>\$ (1.269,39)</b>	<b>\$ (13.223,46)</b>	<b>\$ (22.188,04)</b>	<b>\$ (33.661,77)</b>
(+) Valor Residual de los FCF, desde el año 2018 y a perpetuidad					\$(186.517,73)
(=) Flujos de Caja Totales	\$ 2.910,69	\$ (1.269,39)	\$ (13.223,46)	\$ (22.188,04)	\$(220.179,50)
Flujos de Caja Descontados	\$ 2.579,94	\$ (997,30)	\$ (9.208,45)	\$ (13.695,39)	\$(120.460,98)
<b>Flujos de Caja Descontados</b>			<b>\$ (141.782,19)</b>		

### **5.9.2. Escenario Pesimista**

De la misma forma que en el escenario optimista se considera supuestos en base a información proporcionada por la empresa.

#### **a. Ventas menores**

Las ventas decrecen en un 5%, considerando la probabilidad de que el ingreso de nuevas empresas e impedimentos para la comercialización afecten a empresa.

Tabla 18

## Escenario pesimista - Ventas menores

SUPUESTOS	
<b>Decremento en ventas</b>	<b>5%</b>
Valor de mercado de la acción (E)	\$ 0,58
Costo de los recursos propios (Ke)	13,53%
Tasa de interés antes de impuestos de la deuda a largo plazo	9,53%
Prima de Riesgo	4%
Valor de mercado de la deuda (D)	\$ 38.577,00
Costo de la deuda (Kd)	9,53%
Tasa Impositiva	34,55%
<b>WACC</b>	<b>12,82%</b>
Tasa de crecimiento sostenible (g)	-4,43%

CUENTAS	2014(p)	2015(p)	2016(p)	2017(p)	2018(p)
Ingreso por ventas	\$2.793.770,65	\$2.810.204,59	\$2.801.987,62	\$2.807.465,60	\$2.799.248,63
(-) Costo de Ventas	\$2.407.273,31	\$2.421.433,74	\$2.414.353,52	\$2.419.073,67	\$2.411.993,45
(-) Gastos Operacionales	\$ 399.847,11	\$414.521,49	\$429.900,24	\$ 445.849,54	\$462.390,56
(=) Utilidad/Pérdida Operacional	\$ (13.349,77)	\$ (25.750,64)	\$ (42.266,15)	\$ (57.457,61)	\$ (75.135,38)
(-) 15% Participación Laboral	\$ (2.002,47)	\$ (3.862,60)	\$ (6.339,92)	\$ (8.618,64)	\$ (11.270,31)
(-) Impuesto a la Renta Causado	\$ (2.936,95)	\$ (5.665,14)	\$ (9.298,55)	\$ (12.640,67)	\$ (16.529,78)
(=) Utilidad Operacional después de impuestos	\$ (8.410,35)	\$ (16.222,91)	\$ (26.627,67)	\$ (36.198,29)	\$ (47.335,29)
(+) Depreciaciones	\$3.769,61	\$ 3.907,96	\$ 4.052,94	\$ 4.203,30	\$ 4.359,25
Flujo de Caja Bruto	\$ (4.640,74)	\$ (12.314,95)	\$ (22.574,73)	\$ (31.994,99)	\$ (42.976,04)
(-) Incremento en Activos Fijos	\$ 28.272,19	\$28.272,19	\$ 28.272,19	\$ 28.272,19	\$ 28.272,19
(-) Incremento de Capital de Trabajo	\$ 1.917,84	\$ (1.354,27)	\$ 229,00	\$ (152,67)	\$ 229,00
<b>Flujo de Caja Neto (FCF)</b>	<b>\$ (34.830,78)</b>	<b>\$ (39.232,87)</b>	<b>\$ (51.075,93)</b>	<b>\$ (60.114,51)</b>	<b>\$ (71.477,24)</b>
(+) Valor Residual de los FCF, desde el año 2018 y a perpetuidad					\$(396.050,83)
(=) Flujos de Caja Totales	\$ (34.830,78)	\$ (39.232,87)	\$ (51.075,93)	\$ (60.114,51)	\$(467.528,07)
Flujos de Caja Descontados	\$ (30.872,87)	\$ (30.823,21)	\$ (35.567,88)	\$ (37.105,21)	\$(255.786,26)
<b>Flujos de Caja Descontados</b>			<b>\$ (390.155,44)</b>		

Después de haber realizado el análisis de sensibilidad y con la finalidad de determinar la variación del valor de la empresa y las acciones en los diferentes escenarios se presenta el siguiente cuadro comparativo.

**Tabla 19**

**Comparación de Escenarios**

	OPTIMISTA		PESIMISTA
	Ventas Mayores	NORMAL	Ventas Menores
Valor de la empresa	\$(141.782,19)	\$(399.135,11)	\$(390.155,44)
Valor unitario por acción	\$ (1.403,06)	\$ (2.689,82)	\$ (2.644,92)

**Elaborado por:** Mirian Guerra

Como se puede observar la variación del valor de la acción en los tres escenarios, el normal con los supuestos de ventas mayores y menores el precio de la acción si varia aproximadamente en +/- \$1286,76 y \$44,97 respectivamente.

Con el presente estudio, se determinó en primer lugar la necesidad de realizar la valoración originada por la falta de capital y de financiamiento de la empresa, luego se realizó un análisis exhaustivo a nivel macro y micro, donde se concluyó cuáles son los aspectos positivos y negativos que tiene dentro y fuera la organización. Este análisis incluyo tanto factores relacionados con la administración así como con las finanzas, en la administración a pesar que la empresa cuenta con los recursos necesarios para comercializar es decir, certificaciones, licencias y permisos vigentes, infraestructura e instalaciones adecuadas e información y contactos importantes acerca de posibles clientes, se evidencio varias deficiencias relacionadas con el desconocimiento técnico de la comercialización de los productos, desconocimiento de la competencia y del valor aproximado de la empresa y altos costos derivados de la carencia y deterioro de activos.

Además se pudo determinar que la empresa cuenta con herramientas que le permiten mantenerse prevenido ante las posibles amenazas presentes en el entorno, como el posicionamiento de la competencia y la legislación estricta en cuanto a permisos para operar, que podrían poner en peligro su permanencia en el mercado. En contraste con esta situación, la empresa se encuentra en capacidad plena de aprovechar las oportunidades que se le presenten y que le podrían representar un alto crecimiento en sus niveles de rentabilidad y un mejor posicionamiento en el mercado.

COMERCIAL MABOAN S.A. cuenta con un portafolio de productos y servicios integrales que le ayudaran a mejorar el nivel de sus ventas en comparación con los años anteriores. Esta situación pudo corroborarse con el análisis horizontal y vertical realizado a los estados financieros de la empresa y a través de los indicadores de liquidez, actividad, endeudamiento y rentabilidad que mostraron como resultado niveles aceptables en la liquidez general de la empresa por inversiones temporales a corto plazo, es decir adquisición de activos fijos, niveles de actividad que deben ser reestructurados en cuanto a políticas de cobro y pago de cuentas, niveles de endeudamiento bajos y niveles de rentabilidad que deben mejorar.

A través de estos análisis se pudo observar la evolución de cada una de las cuentas de los estados financieros, siendo las de mayor variación la cuenta de activos fijos por la fuerte inversión realizada en la adquisición de equipos y software, la cuenta de resultado del ejercicio por las pérdidas constantes en los últimos años, y las cuentas de ventas, costos y gastos que varían de la misma forma que el resultado.

Luego de realizar estos análisis se procedió al proceso de valoración donde se realizaron previsiones financieras por un periodo de cinco años, después se obtuvo los flujos de caja libre y el valor residual, que fueron descontados a una tasa de descuento, WACC apropiada porque toma en

cuenta el costo de los diferentes tipos de financiamiento con los que cuenta la empresa y de esta manera se determinó el valor aproximado de la empresa y de las acciones en la actualidad.

## CAPÍTULO VI

### CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

#### 6.1. Conclusiones

- ✚ COMERCIAL MABOAN S.A. ha tenido varios problemas económicos en su corto periodo de funcionamiento, hasta el punto de poner en riesgo su permanencia en el mercado, debido a las fuertes inversiones de capital que ha tenido que realizar en activos, obteniendo como resultado pérdidas en los dos últimos años no sustanciales, por tal motivo no se ha repartido dividendos entre los socios.
- ✚ El análisis situacional muestra que COMERCIAL MABOAN S.A. no está aprovechando al máximo sus recursos, por la falta de organización y desconocimiento de factores internos y externos que afectan la operación, como la carencia de planificación estratégica donde consten las metas futuras y acciones a cumplir, análisis de los procesos internos, el sector competencia y mercado.
- ✚ COMERCIAL MABOAN S.A. dispone de una estructura de financiamiento con participación de capital interno, con lo que la empresa ha logrado adquirir los activos fijos en los años analizados, se debe tener el debido cuidado para que el financiamiento no sea muy elevado y por ende el riesgo, garantizando que la empresa sea capaz de soportar las operaciones.
- ✚ La empresa no tiene un margen de utilidad (tiene pérdidas) debido a los gastos operacionales (administrativos y de ventas); el rendimiento del capital suscrito en los años analizados (2011-2013) es bajo en comparación con el de la industria.

- ✚ Referente a los niveles de actividad se puede apreciar que la empresa no cuenta con políticas de cobro y pago adecuadas, ya que en algunos casos se demora en recuperar su cartera más de lo que se demora en cubrir a sus proveedores, ocasionando que la empresa ocupe sus recursos propios y lo ideal es trabajar con recursos ajenos.
  
- ✚ El rendimiento del patrimonio de COMERCIAL MABOAN S.A. en el año 2013 alcanzo apenas el -0,03% indicador sumamente bajo debido a que el 25% de la utilidad neta se está tomando como recurso para amortizar las pérdidas generadas, se estima que es una situación temporal hasta que se amortice dicha pérdida.
  
- ✚ La valoración de COMERCIAL MABOAN S.A. es en base a hipótesis de evolución financiera sustentados en datos reales del sector externo y también en datos históricos. El método elegido fue Flujo de Fondos Descontados o Free Cash Flow porque se considera a la empresa un ente generador de flujos futuros, tomando en cuenta el financiamiento futuro por un periodo de cinco años y se utilizó una tasa de descuento WACC que considera los riesgos internos y externos que afectarían a la empresa en su capacidad de generar dinero y rentabilidad para los accionistas.
  
- ✚ Mediante el método Free Cash Flow se determinó que el valor actual de la empresa es de \$ (399.135,11) aproximado y el valor de sus acciones es de \$ (2.689,82) indicándonos que las acciones están sobrevaloradas en \$ 101,60.
  
- ✚ Se estima que la empresa tenga un ligero crecimiento basado en el desarrollo del sector automotriz en el Ecuador, cambiando la situación actual donde los resultados obtenidos en el periodo 2011-2013 son bajos.

## 6.2. Recomendaciones

- 📌 Optimizar la administración de los recursos físicos, humanos y económicos con los que cuenta la empresa a fin de aprovechar las oportunidades que ofrece el mercado en base al crecimiento del sector automotriz y prevenir las situaciones externas tales como amenazas que puedan afectar la operatividad del negocio.
- 📌 Realizar una planificación estratégica donde se incluya la estructura organizacional, procesos, estudios técnicos del sector, competencia, además establecer metas de crecimiento, objetivos a corto y largo plazo, especialmente para el proceso de recuperación económica-administrativa de la empresa.
- 📌 Obtener un préstamo con una institución del sector financiero que le permita a COMERCIAL MABOAN S.A. cubrir sus necesidades de inversión para soportar ventas futuras de acuerdo al crecimiento del sector automotriz, y además satisfacer las exigencias futuras de adquisición de activos según las leyes del estado.
- 📌 Establecer políticas financieras con respecto a la liquidez, actividad y financiamiento considerando un riesgo bajo para su funcionamiento y prever la generación de recursos ociosos.
- 📌 Modificar las políticas de cobro a clientes y pago a proveedores para aprovechar al máximo los recursos ajenos de esta manera financiar las inversiones actuales y futuras que a corto plazo generaran rentabilidad.
- 📌 Ofertar las acciones de la empresa a posibles inversionistas haciendo hincapié en el futuro crecimiento de la empresa y las ventajas que tiene frente a la competencia, a fin de obtener fuentes de financiamiento que

permita recuperar las inversiones de años anteriores y generar utilidad en años posteriores.

- 🗨️ Aprovechar el presente estudio de valoración como una herramienta de análisis en la toma de decisiones administrativo-financiero tanto en el presente como futuro operacional de la empresa, que considera las proyecciones basadas en datos reales y acorde a la estabilidad económica del país, tasa de descuento (WACC) adecuada y plenamente justificada, además las posibles variaciones reflejadas en el análisis de sensibilidad considerando diversos escenarios.

## Bibliografía

- ACCID. (2009). *Valoración de Empresas. Bases Conceptuales y aplicaciones prácticas*. Barcelona: Bresca.
- Alonso, A. (2004). *Valoración de empresas de internet*. Madrid: Dykinson.
- Alonso, R., & Villa, A. (2007). *Valoración de empresas. Teoría y casos prácticos*. Madrid.
- Amat, O. (2002). *EVA valor económico agregado*. Bogotá: Editorial Norma.
- Ardaya, G. (2009). *Teoría de Valoración de empresas mediante flujos de caja descontados*. Bogotá.
- Banco Central Ecuador. (2014). *Presentación Coyuntural de Estadísticas Macroeconómicas*. Quito: Dirección de Estadística Económica.
- Besley, , & Brigham. (2009).
- Brigham, E., & Ehrhardt, M. (2009). *Financial Management. Theory and Practice*. USA: South Western-Cengage Learning.
- Brugger, S. (15 de Agosto de 2014).  
<http://www.aulafacil.com/cursosenviados/valoracionempresas.htm>.
- Carrión, J. (2007). *Estrategia: de la visión a la acción*. Madrid: ESIC.
- Castaño Guillén, C. (2008). *Valoración de pequeñas empresas: una aplicación a la marca "denominación de origen Dehesa de Extremadura"*.
- Castaño, C. (2009). *Valoración de Pequeñas Empresas: una aplicación a la marca*.
- Cejas, O. (2006). *Dirección Estratégica: desarrollo de estrategias en ambientes de turbulencia*. Buenos Aires: Nobuko.
- Claudio, S. (2010). *La Estrategia Básica del marketing*. España: Ediciones Díaz de Santos.
- Comercial Maboan, S. (2012). Archivos de la Empresa.
- Chiavenato, I. (2006). *Introducción a la Teoría General de la Administración* (Séptima ed.). México: McGraw-Hill.
- Dankhe, G., & Fernández, C. (1986). *La comunicación humana: ciencia social*. México: McGraw-Hill.
- David, F. (2013). *Conceptos de administración estratégica*. México: Pearson.
- Dvoskin, R. (2004). *Fundamentos de marketing: teoría y experiencia*. Buenos Aires: Granica.

- E, R. (2008). *Metodos de Investigacion*.
- Fabregat, J. (s.f.). *Valoración de Empresas ESADE Business School*. Obtenido de <http://www.adi.ad/ca/system/files/Metodes+de+valoracio.pdf>
- Fernandez, A. (2009). *Manual del Consultor de Dirección Madrid*. Madrid: Díaz de Santos.
- Fernández, G. D. (1986). *Investigación y Comunicación*. México: McGraw-Hill.
- Fernández, P. (Septiembre de 2008). *Valoración de Empresas: Diéz Métodos y siete teorías*. IESE Business School.
- Fernández, P., & PricewaterhouseCopers. (2013). *Company Valuation and Common Sense*. Madrid.
- Ferrell, O. C., Hirt, G., & Ramos Garza, L. (2004). *Introducción a los negocios en un mundo cambiante* (Cuarta ed.). McGraw-Hill.
- Flores, J. (Enero de 2010). [www.slideshare.net](http://www.slideshare.net).
- Franklin, B. (2007). *Auditoria administrativa: gestión estratégica del cambio*. México: Pearson.
- García, M. (2010). *Valoración de Empresas*.
- Hitt, M., Black, S., & Porter, L. (2006). *Administración* (Novena ed.). México: Pearson.
- Instituto Politécnico Nacional. (2012). *Metodología para el análisis FODA*. Obtenido de [http://www.uventas.com/ebooks/Análisis\\_Foda.pdf](http://www.uventas.com/ebooks/Análisis_Foda.pdf)
- Iriarte, A. (2010). *Guía para la transmisión de empresas*. Ministerio de Industrias, Turismo y Comercio. Secretaría General Técnica. División de Información, Documentación y Publicaciones.
- Keown, A., Petty, J., Scott, D., & Martin, F. (1999). *Introducción a las Finanzas. La práctica y la lógica de la administración financiera*. Madrid: Prentice Hall.
- Kotler, P., & Armstrong, G. (2013). *Fundamentos de Marketing*. Pearson Education.
- Labatut, G. (2005). El valor de las Empresas: Métodos de Valoración Tradicionales y Comparativos. *Técnica Contable*.
- LEY DE HIDROCARBUROS. (Mayo de 2013). *Decreto Supremo 2967 publicado en el Registro Oficial 711 de 15-Nov-1978 Contiene hasta la reforma del 24-Nov-2011*. Quito, Pichincha, Ecuador.
- López, G. (2008). *Cash Flow: Diseño y proyección*. Madrid.

- Martín Marín, J., & Trujillo Ponce, A. (2000). *Manual de valoración de empresas* (Segunda ed.). Barcelona: Ariel Economía.
- Martínez, A. (13 de Octubre de 2009). Valoración de la Empresa. Ciencias Empresariales y Economía.
- Núñez, L. (2012). *Economía Global. Pasado, Presente y Futuro*. E.E. U.U.: Palibrio.
- Orlich, D., & Harder, R. (2012). *Teaching Strategies*. USA: WadsWorth.
- Pinto, H. (2010). *Equity asset valuation*. Canadá: John Wiley & Sons.
- Pons, J. (2008). Valoración de Empresas Manual 08. CEEI CV.
- Pontificia Universidad Católica del Ecuador. (2014). *Pocas luces en la Política Económica para frenar la Inflación y el Consumo*. Quito.
- Revello de Toro. (2010). *La Valoración de los Negocios*. Madrid: Delta Publicaciones.
- Reza, C. (2002). *El ABC del instructor-2*. México: Panorama.
- Rocha, E. (19 de Agosto de 2008). Métodos de Investigación.
- Rodríguez, G. y. (28 de Mayo de 2014). <http://www.eumed.net/libros-gratis/2009c/581/ANALISIS%20VERTICAL.htm>.
- Rojo, A. (2011). *Valoración de Empresas en el contexto de las sociedades de capital riesgo en España*. Bogotá: Círculo Rojo.
- Sanjurjo, M., & Reinoso, M. (2003). *Guía de Valoración de Empresas*. México: Pearson Alhambra.
- Sastre, M. (2009). *Diccionario de Dirección de empresas y marketing*. Madrid: Editorial del Economista.
- Superintendencia de Compañías. (2013). *Anuario estadístico de la consolidación de los estados financieros de las empresas*.
- Thompson, I. (Julio de 2010). *Promonegocios.net*.
- Vélez, I. (2004). *Principles of Cash Flow Valuation*. Cartagena: Elsevier Science & Technology.
- Villacorta, M. (2010). *Introducción al Marketing estratégico*. San Francisco: Creative Commons.
- Villamil, J. (2010). Modelos de Valoración de opciones europeas en tiempo continuo. Cuadernos de Economía.

Zvi, B., & Merton, R. (2003). *Finanzas*. Boston: Pearson.

# ANEXOS