



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

**CARRERA DE FINANZAS Y AUDITORÍA**

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

**TEMA: VALORACIÓN DE LA EMPRESA IMPORTADORA  
MILENIUM MERCHANDISE**

**AUTOR: LLUMIQUINGA MARCILLO, ROBERTO CARLOS**

**DIRECTOR: ING. GUZMÁN, EDDY**

**CODIRECTOR: ECO. ACOSTA, GALO**

**SANGOLQUÍ**

**AÑO 2015**

**UNIVERSIDAD DE LAS FUERZAS ARMADAS ESPE****CARRERA DE FINANZAS Y AUDITORÍA****CERTIFICADO**

Ing. Eddy Guzmán y Eco. Galo Acosta

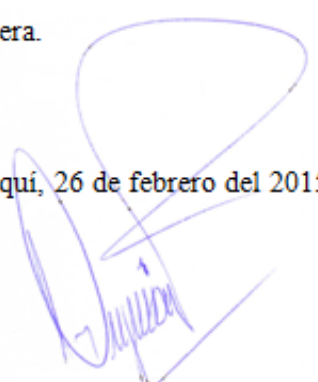
**CERTIFICAN**

Que el trabajo titulado “VALORACIÓN DE LA EMPRESA IMPORTADORA MILENIUM MERCHANDISE” realizado por Roberto Carlos Llumiquinga Marcillo, ha sido guiado y revisado periódicamente y cumple normas estatutarias establecidas por la ESPE, en el Reglamento de Estudiantes de la Escuela Politécnica del Ejército.

Debido a que se ha cumplido con las normas establecidas por la Universidad de las Fuerzas Armadas ESPE, para el desarrollo del trabajo de conclusión de carrera, se recomienda su publicación.


El mencionado trabajo consta de un documento empastado y un disco compacto el cual contiene los archivos en formato portátil de Acrobat (pdf). Autorizan a Roberto Carlos Llumiquinga Marcillo que lo entregue al Eco. Galo Acosta, en su calidad de Director de la Carrera.

Sangolquí, 26 de febrero del 2015



---

Ing. Eddy Guzmán  
DIRECTOR



---

Eco. Galo Acosta  
CODIRECTOR

**UNIVERSIDAD DE LAS FUERZAS ARMADAS ESPE**  
**CARRERA DE FINANZAS Y AUDITORÍA**

**DECLARACIÓN DE RESPONSABILIDAD**

Yo, Roberto Carlos Llumiquinga Marcillo


DECLARO QUE:

El proyecto de grado denominado “VALORACIÓN DE LA EMPRESA IMPORTADORA MILENIUM MERCHANDISE” ha sido desarrollado con base a una investigación exhaustiva, respetando derechos intelectuales de terceros, conforme las citas que constan el pie de las páginas correspondiente, cuyas fuentes se incorporan en la bibliografía.

Consecuentemente 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, 26 de febrero del 2015



---

Roberto Carlos Llumiquinga Marcillo

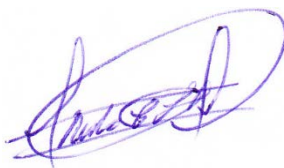
**UNIVERSIDAD DE LAS FUERZAS ARMADAS ESPE  
CARRERA DE FINANZAS Y AUDITORÍA**

**AUTORIZACIÓN**

Yo, Roberto Carlos Llumiquinga Marcillo

Autorizo a la Universidad de las Fuerzas Armadas ESPE la publicación, en la biblioteca virtual de la Institución del trabajo “VALORACIÓN DE LA EMPRESA IMPORTADORA MILENIUM MERCHANDISE”, cuyo contenido, ideas y criterios son de mi exclusiva responsabilidad y autoría.

Sangolquí, 26 de febrero del 2015



---

Roberto Carlos Llumiquinga Marcillo

## **DEDICATORIA**

A mi mamá y a mi papá que me brindaron la herencia más grande, que es el ESTUDIO, puesto que con su sacrificio y constante apoyo he logrado superar las adversidades.

## **AGRADECIMIENTO**

A Dios, que siempre ha estado presente en mi vida.

A mi mamá y papá que han estado presentes y apoyándome en cada instante de mí caminar personal y profesional.

A mis amigas y amigos, con quienes hemos compartido muchas experiencias.

A mis maestros, Ing. Eddy Guzmán y Eco. Galo Acosta que me brindaron su tiempo y conocimiento para desarrollar el presente trabajo.

Al Sr. Marco Guerra y la Sra. Cecilia Soasty, que me dieron la apertura y confianza al abrirme las puertas de la empresa Milenium Merchandise.

## ÍNDICE DE CONTENIDO

<b>CERTIFICADO .....</b>	<b>ii</b>
<b>DECLARACIÓN DE RESPONSABILIDAD .....</b>	<b>iii</b>
<b>AUTORIZACIÓN.....</b>	<b>iv</b>
<b>DEDICATORIA.....</b>	<b>v</b>
<b>AGRADECIMIENTO .....</b>	<b>vi</b>
<b>RESUMEN EJECUTIVO .....</b>	<b>xv</b>
<b>EXECUTIVE SUMMARY.....</b>	<b>xvi</b>
<b>CAPÍTULO 1.....</b>	<b>1</b>
<b>ASPECTOS GENERALES.....</b>	<b>1</b>
1.1. Antecedentes de la empresa.....	1
1.2. Introducción.....	2
1.3. Planteamiento del problema .....	4
1.3.1. Situación Actual .....	4
1.3.2. Preguntas de Investigación.....	5
1.4. Justificación.....	6
1.5. Objetivos.....	7
1.5.1. General .....	7
1.5.2. Específicos .....	8
1.6. Metodología de Investigación .....	8
1.6.1. Métodos de investigación.....	8
1.6.2. Tipos de Estudio.....	9
<b>CAPITULO 2.....</b>	<b>11</b>
<b>MARCO TEÓRICO .....</b>	<b>11</b>
2.1. Análisis Macroambiente .....	11
2.1.1. Ambiente Económico:.....	11
2.1.1.1. PIB .....	11
2.1.1.2. Inflación .....	13
2.1.1.3. Balanza Comercial .....	14
2.1.1.4. Tasas de Interés.....	14
2.1.1.5. Riesgo País.....	15
2.1.2. Ambiente Político - Legal .....	16
2.1.3. Ambiente Socio - Demográfico .....	16
2.1.4. Ambiente Tecnológico .....	16

2.2.	Análisis Microambiente.....	17
2.2.1.	Rivalidad entre competidores existentes.....	18
2.2.2.	Amenaza de nuevos aspirantes.....	18
2.2.3.	Amenaza de productos o servicios sustitutos.....	18
2.2.4.	Poder de negociación de los compradores .....	19
2.2.5.	Poder de negociación de proveedores .....	19
2.3.	Análisis FODA .....	20
2.4.	Matriz FODA.....	22
2.5.	Valoración de empresas.....	24
2.5.1.	Introducción .....	24
2.5.2.	Definición.....	26
2.5.3.	Razones de una valoración.....	27
2.6.	Métodos de valoración .....	27
2.6.1.	Métodos Simples.....	28
2.6.1.1.	Métodos estáticos.....	29
2.6.1.1.1.	Valor contable (VC).....	30
2.6.1.1.2.	Valor contable ajustado (VCA) .....	31
2.6.1.1.3.	Valor de liquidación (VL).....	31
2.6.1.1.4.	Valor sustancial (VS).....	32
2.6.1.2.	Métodos dinámicos .....	33
2.6.1.2.1.	Free Cash Flow (FCF) .....	36
2.6.1.2.2.	Cash Flow acciones (CFac) .....	39
2.6.1.2.3.	Capital Cash Flow (CCF) .....	40
2.6.1.2.4.	APV (Adjusted Present Value).....	41
2.6.2.	Métodos Compuestos o Mixtos (Good Will).....	41
2.6.2.1.	Método clásico.....	43
2.6.2.2.	Método de los anglosajones.....	43
2.6.2.3.	Método de la Renta abreviada .....	44
2.6.2.4.	Método de la Unión de Expertos .....	45
2.6.3.	Métodos de Cuenta de Resultados .....	46
2.6.3.1.	Beneficios PER.....	47
2.6.3.2.	Múltiplo de las ventas .....	48
2.6.3.3.	EBITDA.....	48
2.6.4.	Métodos de creación de valor .....	49
2.6.4.1.	Método EVA.....	49
2.6.4.2.	Beneficio económico (BE).....	51



2.6.4.3.	Cash Value Added (CVA).....	51
2.6.4.4.	CFROI.....	52
2.6.5.	Métodos de Opciones reales.....	52
2.7.	Método seleccionado.....	53
<b>CAPÍTULO 3.....</b>		<b>55</b>
<b>ANÁLISIS SITUACIONAL.....</b>		<b>55</b>
3.1.	Filosofía empresarial.....	55
3.1.1.	Visión.....	55
3.1.2.	Misión.....	55
3.1.3.	Valores.....	55
3.1.4.	Principios.....	56
3.2.	Análisis Macroambiente.....	56
3.2.1.	Ambiente Económico.....	56
3.2.1.1.	Producto Interno Bruto (PIB).....	58
3.2.1.2.	Inflación.....	62
3.2.1.3.	Balanza de Pagos.....	64
3.2.1.4.	Tasas de interés.....	70
3.2.1.5.	Riesgo País.....	72
3.2.2.	Ambiente Político – Legal.....	74
3.2.3.	Ambiente Socio - Demográfico.....	76
3.2.4.	Ambiente Tecnológico.....	78
3.3.	Análisis Microambiente.....	79
3.3.1.	Análisis de las Cinco Fuerzas de Porter.....	80
3.3.1.1.	Rivalidad entre competidores existentes.....	80
3.3.1.2.	Amenaza de nuevos aspirantes.....	82
3.3.1.3.	Amenaza de productos o servicios sustitutos.....	83
3.3.1.4.	Poder de negociación de los compradores.....	84
3.3.1.5.	Poder de negociación de proveedores.....	85
3.4.	Análisis FODA.....	87
3.5.	Matriz FODA.....	88
<b>CAPITULO 4.....</b>		<b>90</b>
<b>DIAGNÓSTICO FINANCIERO.....</b>		<b>90</b>
4.1.	Análisis de Estados Financieros.....	90
4.1.1.	Balance de Situación Financiera.....	90
4.1.1.1.	Análisis Horizontal.....	90
4.1.1.2.	Análisis Vertical.....	92

4.1.2.	Estado de Resultados Integral .....	93
4.1.2.1.	Análisis Horizontal .....	94
4.1.2.2.	Análisis Vertical .....	96
4.1.3.	Estado de Flujos de Efectivo.....	97
4.1.3.1.	Análisis Horizontal .....	97
4.1.3.2.	Análisis Vertical .....	98
4.2.	Identificación y cálculo directo de los Activos fuera de explotación.....	99
4.3.	Análisis de la evolución de las inversiones y financiación de la empresa ..	99
4.4.	Administración del working capital .....	100
4.5.	Análisis de Ratios financieros .....	101
4.5.1.	Ratios de Liquidez.....	102
4.5.2.	Ratios de gestión o actividad.....	104
4.5.3.	Ratios de endeudamiento .....	106
4.5.4.	Ratios de rentabilidad.....	107
4.6.	Análisis DU PONT.....	109
4.7.	Ponderación del riesgo del negocio .....	113
<b>CAPITULO 5.....</b>		<b>116</b>
<b>PROPUESTA DE VALORACIÓN EMPRESARIAL.....</b>		<b>116</b>
5.1.	Previsiones financieras .....	116
5.1.1.	Estado de Resultados.....	116
5.1.1.1.	Ventas .....	116
5.1.1.2.	Costo de ventas .....	117
5.1.1.3.	Gastos Operativos .....	117
5.1.1.4.	Depreciaciones y amortizaciones.....	118
5.1.1.5.	Estado de Resultados proyectado .....	119
5.1.2.	Balance General .....	120
5.1.2.1.	Activos .....	120
5.1.2.2.	Pasivos .....	121
5.1.2.3.	Patrimonio.....	122
5.1.2.4.	Balance General Proyectado.....	122
5.2.	Proyección de los flujos de caja libres .....	123
5.3.	Estimación de la tasa de descuento .....	125
5.3.1.	Identificación del costo de la deuda (kdm) .....	126
5.3.2.	Identificación del costo nominal de los recursos propios (ke).....	126
5.3.3.	Costo ponderado de los recursos (WACC) .....	127
5.4.	Estimación del valor residual .....	127

5.5.	Actualización de los Flujos de caja libres .....	129
5.6.	Determinación del valor de la empresa y sus acciones .....	129
5.7.	Comparación del valor de las acciones con empresas similares .....	131
5.8.	Análisis de sensibilidad .....	132
5.8.1.	Escenario optimista .....	132
5.8.2.	Escenario pesimista.....	133
<b>CAPITULO 6.....</b>	<b>137</b>	
<b>CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....</b>	<b>137</b>	
6.1.	Conclusiones.....	137
6.2.	Recomendaciones .....	139
<b>BIBLIOGRAFÍA.....</b>	<b>141</b>	

## ÍNDICE DE CUADROS

CUADRO 1 Inflación Anual.....	13
CUADRO 2 Inflación Mensual.....	13
CUADRO 3 Tasas de Interés Referenciales .....	14
CUADRO 4 Riesgo País .....	15
CUADRO 5 Métodos de Valoración .....	28
CUADRO 6 Principales Competidores.....	81
CUADRO 7 Análisis FODA Milenium Merchandise .....	87
CUADRO 8 Matriz FODA Milenium Merchandise.....	88
CUADRO 9 Razón Corriente .....	102
CUADRO 10 Prueba Ácida .....	103
CUADRO 11 Capital de Trabajo .....	103
CUADRO 12 Rotación y promedio de cobranzas de las CxC.....	104
CUADRO 13 Rotación de CxP y promedio de pago.....	104
CUADRO 14 Rotación y promedio de rotación de Inventarios .....	105
CUADRO 15 Ratios de endeudamiento total y participación patrimonial .....	106
CUADRO 16 Ratio de estructura de capital .....	107
CUADRO 17 Ratios ROE y ROA .....	107
CUADRO 18 Ratios de utilidad en activo, ventas y por acción .....	108
CUADRO 19 Ratios de margen bruto y neto.....	109
CUADRO 20 Ponderación riesgo del negocio.....	115
CUADRO 21 Crecimiento de acuerdo a la estructura de producto .....	116
CUADRO 22 Depreciación Eq. Cómputo .....	119
CUADRO 23 Incremento en Activos fijos .....	123
CUADRO 24 Incremento Capital de trabajo .....	124
CUADRO 25 Proyección de Free Cash Flow.....	125
CUADRO 26 Flujos de Caja Libre descontados .....	129
CUADRO 27 Determinación del valor de las acciones .....	130
CUADRO 28 Comparación de valor de acciones.....	131
CUADRO 29 Escenario Optimista .....	132
CUADRO 30 Escenario Pesimista.....	134
CUADRO 31 Comparación de escenarios.....	135

## ÍNDICE DE FIGURAS

FIGURA No. 1 Sectores afectados .....	4
FIGURA No. 2 Cinco Fuerzas de Porter .....	17
FIGURA No. 3 Matriz FODA .....	23
FIGURA No. 4 Gráfica del Valor .....	26
FIGURA No. 5 Tipo de Flujo y su tasa de descuento.....	36
FIGURA No. 6 Formato determinación FCF .....	38
FIGURA No. 7 Variación PIB .....	59
FIGURA No. 8 Evolución del PIB .....	60
FIGURA No. 9 PIB 2013 por sectores.....	61
FIGURA No. 10 Evolución de la Inflación Anual.....	62
FIGURA No. 11 Evolución de la Inflación Anual con países de la región .....	63
FIGURA No. 12 Relación de la Inflación Anual a Dic-2014.....	64
FIGURA No. 13 Cuenta Corriente y sus componentes, 2007-2013 .....	65
FIGURA No. 14 Inversión Extranjera Directa, 2007-2013 .....	66
FIGURA No. 15 Saldo de la Deuda Externa Pública y Privada, 2007-2014.....	67
FIGURA No. 16 Evolución de la Balanza Comercial .....	68
FIGURA No. 17 Balanza Comercial Petrolera y No Petrolera.....	68
FIGURA No. 18 Importaciones por destino económico.....	69
FIGURA No. 19 Tasas activas por segmento .....	71
FIGURA No. 20 Contribución a la TEA .....	71
FIGURA No. 21 Reservas Internacionales .....	73
FIGURA No. 22 Tasa de desempleo .....	77
FIGURA No. 23 Tasa de subempleo .....	77
FIGURA No. 24 Factores para ser competitivos .....	79
FIGURA No. 25 Participación de Mercado.....	82
FIGURA No. 26 Principales Clientes .....	85
FIGURA No. 27 Principales Proveedores .....	86
FIGURA No. 28 Matriz Du Pont de Milenium Merchandise.....	111
FIGURA No. 29 Previsión de Inflación para 2014 - 2018 .....	118

## ÍNDICE DE ANEXOS

ANEXO A: Estado de Situación Financiera .....	148
ANEXO B: Análisis Horizontal del ESF .....	150
ANEXO C: Análisis Vertical del ESF .....	152
ANEXO D: Estado de Resultado Integral.....	154
ANEXO E: Análisis Horizontal del ERI.....	156
ANEXO F: Análisis Vertical del ERI .....	158
ANEXO G: Estado de Flujos de Efectivo original .....	160
ANEXO H: Estado de Flujos de Efectivo ordenado.....	162
ANEXO I: Análisis Horizontal EFE.....	164
ANEXO J: Análisis Vertical del EFE .....	166
ANEXO K: Estado de Resultados Integral Proyectado .....	168
ANEXO L: Balance General Proyectado.....	170
ANEXO M: Cálculo de la tasa de crecimiento estimada.....	172

## **RESUMEN EJECUTIVO**

El presente proyecto de investigación denominado “VALORACION DE LA EMPRESA IMPORTADORA MILENIUM MERCHANDISE” ha sido realizado mediante el análisis tanto de la situación financiera así como de la gestión que se ha dado en la compañía, ello ha permitido obtener información que brinde las pautas para la toma de decisiones acertadas para el continuo desarrollo de la empresa. En tal situación, es necesario conocer que Milenium Merchandise es una empresa del sector comercial, dedicada a la comercialización de artículos corporativos de promoción y publicidad, se caracteriza por importar artículos de manera directa principalmente desde China y EEUU. Ya que el factor principal de la compañía es su inventario, éste se caracteriza por la disponibilidad inmediata para el cliente, sin embargo ello le ha generado inconvenientes financieros, puesto que requiere de continuo capital de trabajo para el desarrollo de sus importaciones, lo cual ha afectado a su liquidez y por tanto requiere de constantes fuentes de financiamiento. Es por ello que el presente estudio se enfoca en conocer el valor aproximado de la empresa así como de sus acciones, para darlas a conocer al público y los potenciales inversionistas, mediante la aplicación del método más razonable para dicho cálculo, que en este caso se ha seleccionado el Método Flujos de Caja Descontados. Por lo tanto, se procedió a realizar un análisis interno y externo de la empresa, que implicó el estudio de la economía de nuestro país así como del sector en donde opera la compañía y el ambiente interno de la empresa.

### **PALABRAS CLAVE:**

- **VALORACIÓN DE EMPRESA**
- **SITUACIÓN FINANCIERA**
- **DESARROLLO DE LA EMPRESA**
- **MÉTODO FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS**
- **ANÁLISIS INTERNO Y EXTERNO**

## **EXECUTIVE SUMMARY**

This research work called "ASSESSMENT OF COMPANY IMPORTER MILENIUM MERCHANDISE" has been developed by the analysis of the financial and administrative situation of the company, which has allowed to get information for the right decisions for its continued development. In this situation, it is necessary to know that "Milenium Merchandise" is a company from the commercial sector, dedicated to the merchandising of corporate promotional and advertising items, which has given recognition in many companies from different economic sectors, such as petroleum, automotive, tourism, pharmaceuticals and others. Besides, it is characterized by importing goods directly from China and the US. Since the main factor of the company is its inventory, it is characterized by being available for the clients, however this has meant financial difficulties, for the continuous requiring of working capital to develop its imports, which has affected their liquidity and thus requires constantly funding sources. That is why this study focuses on the approximate value of the company and its actions, to give to know them to the public and potential investors, by applying the method of Discounted Cash Flows or Free Cash Flows consider the company as generating future flows entity. Therefore, it was proceed to make an external analysis internal and external of the company, which involved the study of the economy of our country and the sector in which the company operates and the internal environment of the company.

### **KEYWORDS:**

- **ASSESSMENT OF COMPANY**
- **FINANCIAL SITUATION**
- **DEVELOPMENT COMPANY**
- **METHOD OF DISCOUNTED CASH FLOWS**
- **INTERNAL AND EXTERNAL ANALYSIS**



# CAPÍTULO 1

## ASPECTOS GENERALES

### 1.1 Antecedentes de la empresa

La empresa Milenium Merchandise es una organización formada por empresarios ecuatorianos que gracias a sus ganas de trabajar y la visualización de las oportunidades de mercado, crearon una compañía que se encamina al merchandising corporativo. Es así, que a lo largo de su trayectoria ha venido aumentando su credibilidad en cuanto se refiere a la asesoría a sus clientes en la selección de estrategias de marketing, así como también, el medio por el cual se aplica dicha estrategia que consiste en un bien físico que le aporta la empresa.

De acuerdo a los datos registrados en la Superintendencia de Compañías, en el CIU<sup>1</sup>, la empresa tiene como actividad económica la “Importación, exportación y comercialización de bienes muebles de lícito comercio” que se encuentra dentro de la categoría G4690 que corresponde a la “Venta al por mayor de diversos productos...”

Las actividades principales que desarrolla Milenium Merchandise son la comercialización de artículos de publicidad y promocionales, así como el servicio de impresión en serigrafía y grabado láser computarizado en los bienes antes descritos. Cabe mencionar, que la infraestructura que posee la empresa le ha permitido incrementar la producción, ya que la compañía dispone de equipos exclusivos en el mercado, así como de instalaciones accesibles para sus clientes y proveedores.

Un factor importante que ha generado el desarrollo de la organización es su ubicación geográfica, ya que se encuentra ubicada en una de las zonas económicas y comerciales más importantes de la ciudad de Quito, como es el sector de El Batán, específicamente en la Av. De los Shyris y Av. Gaspar de Villaroel.

Adicionalmente es necesario expresar que la empresa fue constituida el 01 marzo del 2006 mediante escritura pública e inscrita en el Registro Mercantil el 07 marzo del mismo año bajo el número 581, tomo 137 en calidad de sociedad anónima.

---

<sup>1</sup> Clasificación Industrial Internacional Uniforme

Dentro del documento de escritura se expresa que la compañía es gobernada por la Junta General de Accionistas la cual es administrada por el Presidente y el Gerente General así como a éste último le corresponde la representación legal de la compañía. Mientras que la fiscalización es responsabilidad del comisario que debe ser designado por la Junta General de Accionistas, cabe mencionar que el plazo de duración de sus funciones para cada una de las tres dignidades es de 5 años.

## **1.2 Introducción**

Hoy en día el mundo de los negocios cada vez es más competitivo, debido a los diferentes factores que existen como la oferta y demanda u otros como es la tecnología; es por ello que las empresas dispuestas a participar en este mercado deben desarrollar potencialidades que les permitan mantenerse en el mismo. Milenium Merchandise, nació hace 14 años como un negocio dedicado la comercialización de artículos promocionales y de publicidad. En este periodo de tiempo la empresa ha sufrido cambios importantes acorde con las exigencias del mercado, incrementando su participación comercial a través de la importación directa de productos desde China y Estados Unidos lo que le ha permitido ser reconocida a nivel nacional.

Siendo el mercado un lugar propicio para la participación de diferentes actores entre los cuales, uno de los de mayor importancia es el Estado, quien es el encargado de dictar políticas relativas al comercio exterior, lo que conlleva a que las empresas tengan que adaptarse e incorporar dichas políticas a sus planes de negocio, Milenium Merchandise ha iniciado un proceso de incorporación de las políticas gubernamentales a su planificación estratégica institucional.

En este sentido la empresa ha iniciado un proceso de fortalecimiento de los factores humanos, materiales y financieros, lo que conlleva a realizar cambios estructurales en su modelo de generación de recursos.

Atado a este pensamiento de crecimiento continuo a nivel empresarial, no cabe duda que los factores macroeconómicos juegan un papel importantísimo en el comercio exterior con el cual está relacionado la empresa.

En este aspecto es necesario mencionar que nuestro país durante el año 2013 de acuerdo a las cifras expresadas por el BCE<sup>2</sup> tuvo una Balanza Comercial negativa estimada en USD -1.084 millones, con un valor total de importaciones en valor FOB<sup>3</sup>, de USD 26.041,6 millones, superior en USD 1.836,2 millones a las compras externas realizadas en el año 2012, lo que indica claramente el incremento del mercado de las importaciones en un 7,6 % (Banco Central del Ecuador, 2014)

Con el incremento de las importaciones en un 7,6%; se abren importantes oportunidades para las empresas catalogadas como PYMEs dentro de las cuales se encuentra Milenium Merchandise. En este sentido es importante considerar como base de crecimiento los criterios con los cuales se califica a las empresas consideradas como PYMES y que serán precisamente estos criterios la línea base para la estructuración financiera de Milenium Merchandise:

- a) “Monto de activos inferiores a CUATRO MILLONES DE DÓLARES;
- b) Registren un Valor Bruto de ventas anuales de hasta CINCO MILLONES DE DÓLARES; y
- c) Tengan menos de 200 trabajadores (Personal ocupado). Para este cálculo se tomará el promedio anual ponderado” (Superintendencia de Compañías, 2011)

Las nuevas alternativas de financiamiento que se presentan en la actualidad para obtener recursos financieros distintos a los que brinda el sistema bancario tradicional, considera varios criterios para el otorgamiento de recursos necesarios para la operación empresarial, entre estos criterios se puede mencionar a los siguientes:

- a) Categoría de empresa (PYMES, Medianas y Grandes)
- b) Niveles de riesgo sectoriales.
- c) Planificación institucional.
- d) Potencialidad de mercados.

---

<sup>2</sup> Banco Central del Ecuador

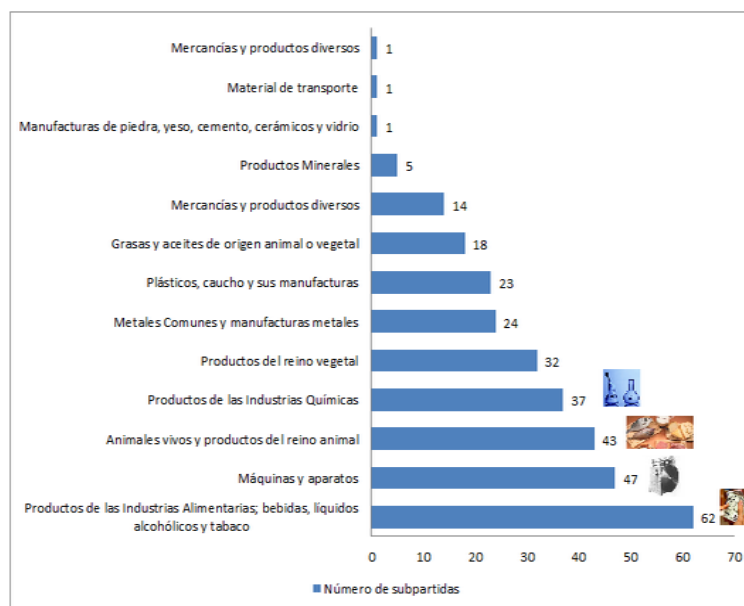
<sup>3</sup> Free On Board / Libre a bordo

Es precisamente que la presente investigación pretende homologar los criterios antes descritos, lo que permitirá insertar a la empresa en el mercado de capitales y propender su acceso a recursos más baratos y de menor riesgo.

### 1.3 Planteamiento del problema

#### 1.3.1 Situación Actual

En la actualidad las políticas de restricción a las importaciones de ciertos productos que se encuentran en la Resolución 116 emitida por el Comex<sup>4</sup> el 19/11/2013, la cual “contiene la N6mina de productos sujetos a controles previos de Importaci6n, incluyendo la presentaci6n del “Certificado de Reconocimiento”...” (COMEX, 2013), ha generado que las empresas importadoras de nuestro pa6s deban reestructurar sus presupuestos as6 como sus proyectos para que se mantengan en el mercado, adem6s de analizar sus fuentes de financiamiento ya que requieren de un mayor volumen de capital para continuar desarrollando sus operaciones y mantenerse competitivas. A continuaci6n se presenta un gr6fico en la cual se describe la cantidad de sub partidas que afectan a cada uno de los 13 sectores.



**FIGURA No. 1 Sectores afectados**

**Fuente:** (Romero, 2014)

<sup>4</sup>Comité de Comercio Exterior

En el caso de la empresa Milenium Merchandise; ésta se encuentra dentro del sector comercial ya que su objeto social es la “Comercialización de Bienes muebles de naturaleza corporal, sean estos materias primas o bienes Terminados” (Registro Único de Contribuyentes, 2009), por lo cual la compañía es afectada en 14 subpartidas que corresponden al sector de Mercancías y productos diversos, por lo cual la empresa se ve en la obligación de generar variantes a sus productos importados y obtener mercancías de origen nacional que le permitan continuar con su objeto social.

Cabe mencionar que la compañía de este sector al estar dentro de las denominadas Pymes, requiere de un apoyo financiero para poder implementar su planificación de crecimiento, para ello es necesario realizar una investigación que permita establecer el valor que tiene en el mercado la empresa, lo que le permitirá acceder a fuentes alternativas de financiamiento, como es el caso del mercado de capitales o de potenciales inversionistas.

### **1.3.2 Preguntas de Investigación**

- ¿Es necesario evaluar nuevas fuentes de financiamiento empresarial para la empresa importadora Milenium Merchandise en el mercado de capitales o de potenciales inversionistas?
- ¿La valoración de la empresa mediante el método basado en el descuento de flujos de caja permitirá determinar el precio unitario de las acciones que esté más cercano al valor real y así sea considerada por parte de los potenciales inversionistas?

## 1.4 Justificación

Este estudio responde a la línea y sub-línea de investigación de la Universidad de las Fuerzas Armadas – ESPE.

- Línea: Economía aplicada y Administración
- Sub-línea: Finanzas

La dinámica empresarial determina una constante evolución de todas las instituciones que forman parte del mercado. En esta dinámica, uno de los factores determinantes en la competitividad empresarial es la información disponible, lo que permitirá tomar las decisiones más adecuadas en función institucional.

Es por ello la trascendental importancia que toma la realización de un estudio de investigación que permita determinar el valor de mercado de una empresa.

Esta información permitirá conocer los entornos tanto interno como externo en los cuales se desenvuelve la empresa, y evaluar las variables inmersas en los mismos para estructurar una planificación estratégica económica – financiera que permita alcanzar los objetivos planteados.

Entre estos objetivos se encuentra la posibilidad de permanecer en el mercado y propender a un crecimiento sostenido en el tiempo. No cabe duda que para el cumplimiento de esta meta es necesario de recursos adicionales a los ya existentes, pero sobre todo mucho más convenientes y accesibles.

El mercado de capitales cumple con las características anteriormente descritas y posibilita además la evaluación del rendimiento empresarial, lo que le convierte a este mercado en una fuente alternativa de recursos financieros si lo comparamos con el tradicional sistema bancario.

Es importante mencionar el potencial de crecimiento del mercado de capitales en el Ecuador si lo comparamos con los mercados regionales tal es el caso de Colombia o de Brasil, ya que de acuerdo a la FIAB<sup>5</sup>; en el caso de la capitalización bursátil en el mercado de renta variable, el Ecuador ha generado US\$ 6.538 millones mientras

---

<sup>5</sup>Federación Iberoamericana de Bolsas

que en Colombia se han transaccionado US\$ 215.086 millones y en Brasil US\$ 1.023.277,46 millones durante el año 2013 (Federación Iberoamericana de Bolsas, 2014, pág. 9); lo que indica que el mercado de capitales en el Ecuador se encuentra en una etapa en la cual requiere de participantes por lo que la posibilidad de acceso al mismo es adecuada.

Milenium Merchandise en los últimos años ha experimentado un crecimiento sostenido en sus ventas, por lo que es primordial la realización de una planificación de la necesidad de recursos para afrontar este incremento en sus ingresos

Es importante mencionar que uno de los componentes importantes en este crecimiento de las ventas ha sido que Milenium Merchandise ha incursionado como proveedor del sector público a través de obtener contratos con entidades estatales que se ha manejado por medio del SERCOP<sup>6</sup>, lo cual ha determinado un uso importante de recursos que posibiliten la satisfacción de los requerimientos de estas organizaciones.

El presente trabajo de investigación se justifica, en la necesidad de que la empresa Milenium Merchandise disponga de una línea base de información que le permita mantenerse en el mercado, un crecimiento adecuado y sobre todo la posibilidad de una planificación institucional eminentemente técnica.

## **1.5 Objetivos**

### **1.5.1 General**

Realizar la valoración de la empresa importadora Milenium Merchandise para la obtención de fuentes alternativas de financiamiento.

---

<sup>6</sup> Servicio de Contratación Pública

## 1.5.2 Específicos

- Realizar un análisis de los campos macroeconómico en donde la empresa importadora Milenium Merchandise opera y un análisis interno, manejando información actualizada de dichos campos para conocer el estado actual de la empresa.
- Definir la estructura financiera y económica que debe desarrollarse en la empresa Milenium Merchandise por medio de la información obtenida de la compañía para generar datos que permitan tomar decisiones.
- Brindar escenarios financieros en los cuales la empresa puede incurrir para que se tomen decisiones en pro del desarrollo de la compañía, a través del manejo adecuado de la información obtenida.
- Obtener los flujos de efectivo futuros de la empresa importadora Milenium Merchandise utilizando el Método de Flujos de Caja descontados y de esta manera alcanzar el valor económico real de la compañía.

## 1.6 Metodología de Investigación

### 1.6.1 Métodos de investigación

Para realizar el estudio para valorar la empresa importadora Milenium Merchandise, se va a utilizar los siguientes métodos de investigación:

**Método Inductivo.-** Se considera a aquel método que permite “...establecer conclusiones generales basándose en hechos recopilados mediante la observación directa.” (Newman, 2006, pág. 185).



“Consiste en observar, estudiar y conocer las características generales o regulares que se aprecian en una diversidad de hechos o realidades para formular, a partir de ellas, una proposición o ley científica de carácter general.” (Cervera, 1999, pág. 27)

Como se mencionó anteriormente la investigación se basa en la observación, es por ello que se va a analizar el entorno en el cual se desenvuelve la empresa, lo que posibilitará entender la situación actual y desarrollar los escenarios financieros que posibiliten la toma de decisiones.

**Método Deductivo.-** Consiste en “...organizar lo que ya se conoce y señalar nuevas relaciones conforme pasa de lo general a lo específico...” (Newman, 2006, pág. 185).

Así como también trata de “...la determinación de las características o enunciados de la realidad particular que se investiga por derivación o consecuencia de las características o enunciados contenidos en proposiciones o leyes científicas de carácter general formuladas previamente.” (Cervera, 1999, pág. 27)

Para el caso del presente proyecto, esta metodología permitirá la organización de la información empresarial que posibilite su valoración de mercado.

**Método Dialéctico.-** Se expresa que “Consiste en descubrir las contradicciones o antagonismos que existen entre los diversos elementos que forman parte de la realidad investigada para conocer las proposiciones o leyes que explican la dinámica de esa realidad y poder deducir las posibilidades y formas en que producirá el cambio a otra realidad superadora.” (Cervera, 1999, pág. 29)

Para el caso de la valoración permite entender diversas realidades que una vez analizadas mediante la aplicación de los métodos antes descritos permitirán generar información que ayude a obtener datos financieros.

## 1.6.2 Tipos de Estudio

Los tipos de estudio que se realizarán para este proyecto son los siguientes:

**Estudio Exploratorio:** que consiste en “...averiguar qué está pasando, qué factores están afectando, familiarización con un tópico desconocido o poco estudiado, insuficientes estudios abordados, o la literatura revela que no hay antecedentes o que no son aplicables.” (Maldonado G. , 2005, pág. 32)

Este estudio pretende obtener y analizar información secundaria del sector en cual se desarrolla la empresa Milenium Merchandise tanto de manera externa como interna.

**Estudio Correlacional:** considera que “...estudia las correlaciones entre dos o más variables a fin de conocer si están o no relacionadas en el mismo sujeto para conocer el grado de relación...” (Maldonado G. , 2005, pág. 33)

Con este estudio se trata de medir la relación que tienen cada una de las variables así como la interacción que se generan entre ellas que para el caso de la valoración van encaminadas a la parte económico – financiero.

## CAPITULO 2

### MARCO TEÓRICO

#### 2.1. Análisis Macroambiente

De acuerdo a lo que se expone entre muchos autores y en general el macroambiente relaciona a la parte externa de la empresa, es decir en donde la compañía desarrolla sus actividades, sin embargo de manera más precisa se puede expresar que “...el macroambiente está compuesto por fuerzas que tienen efectos contrarios en la competitividad de las empresas: por un lado, moldean las oportunidades y fortalezas, mientras que por otro presentan amenazas y debilidades para el cumplimiento de los objetivos propuestos. Estos factores son los que determinan el entorno de la empresa: fuerzas demográficas, fuerzas económicas, fuerzas naturales, fuerzas tecnológicas, fuerzas políticas y fuerzas culturales.” (Chavarría, 2001)

##### 2.1.1. Ambiente Económico:

Las fuerzas económicas para el caso de la valoración, es uno de los aspectos más relevantes que se debe analizar puesto que permiten identificar distintos factores que afectan a las empresas, de manera específica se expresa que el ambiente económico son “elementos que afectan el poder adquisitivo del consumidor y sus patrones de consumo ( modelo de producción doméstico, el crecimiento económico nacional, el crecimiento económico territorial o rural, el nivel de actividad del segmento de mercado escogido y los niveles de distribución del ingreso.” (Chavarría, 2001)

Dentro de este factor se puede mencionar a los principales como son el PIB<sup>7</sup>, inflación, Balanza comercial, tasas de interés entre otros.

##### 2.1.1.1. PIB

Este elemento es muy importante puesto que “Corresponde a la suma del valor agregado bruto de todas las unidades de producción residentes, durante un período

---

<sup>7</sup> Producto Interno Bruto

determinado, más los otros elementos del PIB conformados por: impuestos indirectos sobre productos, subsidios sobre productos, derechos arancelarios, impuestos netos sobre importaciones, e impuesto al valor agregado (IVA)” (Banco Central del Ecuador, 2011), además la tasa de variación de éste permite conocer la evolución de la economía de un país.

De acuerdo a lo expresado por el BCE, existen tres métodos para medir el PIB, los cuales son:

- **Método de la Producción.** Corresponde al valor de todos los bienes y servicios producidos durante un período menos los bienes y servicios consumidos en el proceso de producción, más los otros elementos del PIB.

$$\text{PIB} = \text{Producción (Pb)} - \text{Consumo Intermedio (Ci)} + \text{Otros Elementos del PIB (OEPIB)}$$

- **Método del Gasto.** El PIB es igual a la suma de las utilizaciones finales de bienes y servicios (todos los usos, excepto el consumo intermedio) medidas a precios de comprador, menos el valor de las importaciones de bienes y servicios.

$$\text{PIB} = \text{Consumo final Hogares} + \text{Consumo Final de Gobierno} + \text{Formación Bruta de Capital Fijo} + \text{Variación de Existencias} + \text{Exportaciones} - \text{Importaciones}$$

- **Método del Ingreso.** El PIB es igual también a la suma de los ingresos primarios distribuidos por las unidades de producción residentes más los otros elementos del PIB.

$$\text{PIB} = \text{Remuneraciones de los asalariados} + \text{Impuestos netos sobre la producción e importaciones} + \text{Ingreso mixto bruto} + \text{Excedente de explotación bruto} + \text{Otros Elementos del PIB (OEPIB)}.$$

### 2.1.1.2. Inflación

Este indicador económico es otro de los relevantes ya que “...significa el aumento del nivel general de precios de bienes y servicios (ByS) consumidos por los hogares...” (Banco Central del Ecuador, 2011), cabe mencionar que el Índice de Precios al Consumidor es el factor que permite obtener la inflación.

A continuación se presenta las tablas correspondientes tanto a la inflación anual como mensual.

**Cuadro 1**

**Inflación Anual**

FECHA	VALOR
Diciembre-31-2014	3.67 %
Noviembre-30-2014	3.76 %
Octubre-31-2014	3.98 %
Septiembre-30-2014	4.19 %
Agosto-31-2014	4.15 %
Julio-31-2014	4.11 %
Junio-30-2014	3.67 %
Mayo-31-2014	3.41 %
Abril-30-2014	3.23 %
Marzo-31-2014	3.11 %
Febrero-28-2014	2.85 %
Enero-31-2014	2.92 %
Diciembre-31-2013	2.70 %
Noviembre-30-2013	2.30 %
Octubre-31-2013	2.04 %
Septiembre-30-2013	1.71 %
Agosto-31-2013	2.27 %
Julio-31-2013	2.39 %
Junio-30-2013	2.68 %
Mayo-31-2013	3.01 %
Abril-30-2013	3.03 %
Marzo-31-2013	3.01 %
Febrero-28-2013	3.48 %
Enero-31-2013	4.10 %

**Fuente:** BCE

**Cuadro 2**

**Inflación Mensual**

FECHA	VALOR
Diciembre-31-2014	0.11 %
Noviembre-30-2014	0.18 %
Octubre-31-2014	0.20 %
Septiembre-30-2014	0.61 %
Agosto-31-2014	0.21 %
Julio-31-2014	0.40 %
Junio-30-2014	0.10 %
Mayo-31-2014	-0.04 %
Abril-30-2014	0.30 %
Marzo-31-2014	0.70 %
Febrero-28-2014	0.11 %
Enero-31-2014	0.72 %
Diciembre-31-2013	0.20 %
Noviembre-30-2013	0.39 %
Octubre-31-2013	0.41 %
Septiembre-30-2013	0.57 %
Agosto-31-2013	0.17 %
Julio-31-2013	-0.02 %
Junio-30-2013	-0.14 %
Mayo-31-2013	-0.22 %
Abril-30-2013	0.18 %
Marzo-31-2013	0.44 %
Febrero-28-2013	0.18 %
Enero-31-2013	0.50 %

**Fuente:** BCE

### 2.1.1.3. Balanza Comercial

En el caso de este proyecto es necesario conocer este factor ya que la actividad económica de la empresa valorada se encuentra en la parte del comercio exterior, por tanto la balanza comercial es una cuenta de la Balanza de Pagos “...que contempla las importaciones y exportaciones de mercancías o bienes tangibles. Se utiliza para conocer el equilibrio o desequilibrio en el que se encuentran estas transacciones respecto al exterior y se expresan en déficit o superávit...” (Banco Central del Ecuador, 2011).

Cabe mencionar que la Balanza Comercial se mide en millones de dólares, su fórmula es relativamente sencilla puesto que es la diferencia entre las exportaciones e importaciones.

### 2.1.1.4. Tasas de Interés

Es un factor que constituye “... el porcentaje que se aplica a una cantidad monetaria que denominamos capital, y que equivale al monto que debe cobrarse o pagarse por prestar o pedir prestado dinero.” (Ortíz, 2001, pág. 127).

En nuestro país el ente encargado de establecer dichas tasas es el Banco Central del Ecuador para las operaciones activas y pasivas, así como de publicarlas de manera mensual, cabe mencionar que las tasas que genera el BCE son únicamente referenciales puesto que cada entidad financiera puede establecer la tasa que se ajuste a sus políticas sin exceder de los máximos autorizados.

A continuación se presenta los % de las tasas de interés referenciales del mes de diciembre del 2014:

#### Cuadro 3

##### Tasas de Interés Referenciales

<b>Tasa Pasiva Referencial</b>	<b>5.18</b>	<b>Tasa Legal</b>	<b>8.19</b>
<b>Tasa Activa Referencial</b>	8.19	Tasa Máxima Convencional	9.33

**Fuente:** BCE

### 2.1.1.5. Riesgo País

Este indicador trata acerca de “las posibilidades de un país emergente de no cumplir en los términos acordados con el pago de su deuda externa, ya sea al capital o sus intereses; cuanto más crece el nivel del "Riesgo País" de una nación determinada, mayor es la probabilidad de que la misma ingrese en moratoria de pagos o "default".” (Economía, 2009)

Para obtener este Riesgo País se han dado diversas metodologías, una de ellas es la utilización de índices de mercado como el índice EMBI<sup>8</sup> de países emergentes de Chase-JPmorgan hasta sistemas que incorpora variables económicas, políticas y financieras. Es decir que “El Embi se define como un índice de bonos de mercados emergentes, el cual refleja el movimiento en los precios de sus títulos negociados en moneda extranjera. Se la expresa como un índice ó como un margen de rentabilidad sobre aquella implícita en bonos del tesoro de los Estados Unidos.” (Banco Central del Ecuador, 2014). Cabe mencionar que el valor expresado representa los puntos a los cuales se le asigna a cada nación.

A continuación se presenta el Riesgo País del Ecuador:

**Cuadro 4**  
**Riesgo País**

FECHA	VALOR
<b>Febrero-28-2015</b>	569.00
<b>Febrero-27-2015</b>	569.00
<b>Febrero-26-2015</b>	569.00
<b>Febrero-25-2015</b>	569.00
<b>Febrero-24-2015</b>	569.00
<b>Febrero-23-2015</b>	569.00
<b>Febrero-22-2015</b>	569.00
<b>Febrero-21-2015</b>	569.00

**Fuente:** BCE

<sup>8</sup> Emerging Markets Bond Index / Índice de bonos de mercados emergentes

### **2.1.2. Ambiente Político - Legal**

Este factor se constituye en el “conjunto de leyes, agencias de gobierno y grupos de presión que influyen en varias organizaciones e individuos en una sociedad determinada y los limitan.” (Chavarría, 2001)

Así como también se puede expresar que se refiere “a las normas legales (Leyes, Decretos, Ordenanzas, resoluciones) que estén en vigencia, o que estén en curso en el Congreso, Asambleas, Municipios, gobierno central o local y las Instituciones descentralizadas o Departamentos administrativos.” (Botero, 2010)

### **2.1.3. Ambiente Socio - Demográfico**

Se constituye en “elementos característicos de las poblaciones humanas en términos de volumen, densidad, ubicación, sexo, raza, ocupación y otras estadísticas que establecen el comportamiento de las personas que conforman los mercados sobre los cuales operan las empresas.” (Chavarría, 2001)

Cabe mencionar que este factor es al cual toda empresa se enfoca y direcciona sus estrategias, ya que sin los CLIENTES no existe una organización empresarial ya que de su comportamiento adquisitivo dependen las empresas comerciales u otro tipo de organizaciones.

Es decir que “Las empresas existen para satisfacer necesidades de los consumidores, Industriales, Institucionales y domésticos, que por ello les compran. Tienen que ajustar sus productos y su forma de satisfacer al cliente, a la manera como este se comporta.” (Botero, 2010)

### **2.1.4. Ambiente Tecnológico**

Se puede expresar que este factor hoy en día es el que ha acaparado mayor interés en las empresas puesto que “es la fuerza más importante en la formación de la competitividad, ya que crea nuevos mercados y oportunidades para las empresas. Además influye de manera importante en el entorno de la misma, generando cambios en el sector financiero, agrícola, gubernamental, ambiental, transportes, comunicación, salud, etc.” (Chavarría, 2001)

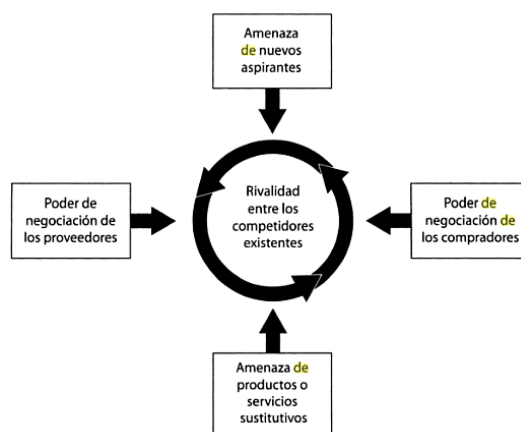


Así como también se puede conocer que genera la finalización de negocios que debido a su ausencia en la actualización de dichos conocimientos tecnológicos se han visto obligados a concluir sus operaciones ya que no tienen clientes.

## 2.2. Análisis Microambiente

Se constituye en todo aquello que ocurre al interior de la organización, se puede expresar que “son todos los elementos que influyen en el proceso de agregación de valor a un producto o bien intermedio. Este microambiente está influenciado por las fuerzas cercanas a la compañía que afectan su habilidad de servir a los clientes, la misma empresa, los proveedores, las empresas en la cadena de valor, los mercados de clientes, los competidores y los públicos.” (Chavarría, 2001)

Adicionalmente se puede mencionar que dentro de este análisis interno es posible aplicar las 5 Fuerzas Competitivas de Porter, las cuales analizan a proveedores, clientes, productos y competidores, éstos últimos en la forma de amenaza por nuevas empresas así como de rivalidad que pueden constituir.



**FIGURA No. 2 Cinco Fuerzas de Porter**

**Fuente:** (Porter, 2009)

A continuación se expresa un detalle de cada una de las cinco fuerzas que afectan a una organización empresarial y que permiten generar estrategias para la competitividad, como lo expresa Porter.

### **2.2.1. Rivalidad entre competidores existentes**

Puesto que la competitividad es el factor que permite conocer las oportunidades y las amenazas en el ámbito externo, es necesario conocer cómo se desarrolla este factor por parte de la organización para poder captar mayores clientes.

Por tanto existen ciertos elementos que permiten entender esta situación debido a “La intensidad de la competencia...” (Carrión, 2007, pág. 87) de los mencionados elementos, entre los principales se pueden mencionar a:

- Competidores numerosos o equilibrados
- Diversidad de competidores
- Crecimiento lento de la industria
- Alta capacidad productiva instalada en el sector
- Fuertes intereses estratégicos de muchas empresas

### **2.2.2. Amenaza de nuevos aspirantes**

Se puede presentar que otras organizaciones ingresen al mercado en el cual nos desenvolvemos por lo cual “La existencia de nuevos entrantes es una amenaza para el sector, ya que intensificaría la competencia y reduciría su atractivo (potenciales niveles de rentabilidad)” (Carrión, 2007, pág. 88)

Cabe mencionar que en este ingreso al mercado se van a presentar barreras así como acciones que emprenden las empresas existentes, por tanto “Si existen altas barreras de entrada y las empresas entrantes intuyen una dura lucha, la amenaza suele disminuir.” (Carrión, 2007)

Se puede destacar también que esta amenaza de nuevos aspirantes “...ejerce presión en los precios, los costes y el índice de inversión necesario para competir.” (Porter, 2009, pág. 37)

### **2.2.3. Amenaza de productos o servicios sustitutos**

En el caso del mismo bien o servicio que se produce y/o comercializa, se presenta el factor de que se brinde una alternativa a lo que se genera por parte de la

empresa puesto que “Un producto o servicio sustituto es aquel que cubre las mismas necesidades que el nuestro, es decir, son todos aquellos que tienen las mismas funciones desde el punto de vista del cliente.” (Carrión, 2007, pág. 90)

Es por ello que en este sentido, quien tiene el poder de decisión es el cliente al adquirir un determinado bien o servicio, considerando ciertos factores como son el precio, la calidad, la existencia del sustituto. Es por ello que “Los productos o servicios sustitutos limitan el potencial de rendimiento de una industria al colocar un techo en los precios.” (Porter, 2009, pág. 47)

#### **2.2.4. Poder de negociación de los compradores**

El factor a considerar en este aspecto, son los clientes ya que como se mencionó anteriormente, es éste quien toma la decisión de compra por tanto “...pueden acaparar más valor al forzar los precios a la baja, exigiendo mejor calidad o más prestaciones (lo cual hace subir costes) y enfrentando en general a los distintos participantes en la industria.” (Porter, 2009, pág. 44)

Es por ello que es necesario considerar características que permitan identificar la influencia de negociación, como es:

- Existencia de pocos compradores o si un cada uno compra en volúmenes grandes en comparación al tamaño del vendedor.
- Los productos son estandarizados.
- Compradores se enfrentan a pocas variaciones en el coste cuando se cambia de vendedor.
- Grado de dependencia de los canales de distribución.

#### **2.2.5. Poder de negociación de proveedores**

Dentro de esta fuerza, como se menciona, el análisis va encaminado a los proveedores, puesto que “Al igual que en el caso de los clientes, a medida que el poder de negociación de los proveedores aumenta, el atractivo del sector disminuye.” (Carrión, 2007, pág. 91)

Cabe destacar que si existen proveedores influyentes, éstos “...acaparan más valor para sí mismos al cobrar un precio elevado, limitar la calidad o los servicios o al traspasar sus costes a los participantes de la industria.” (Porter, 2009, pág. 43)

Las particularidades que se debe conocer para la influencia de negociación con los proveedores son:

- El grado de concentración de proveedores.
- El impacto que tiene el coste de los proveedores en el coste del producto que se genera.
- Facilidad o coste para el cambio de proveedor.
- La existencia de un sustituto del producto o servicio.

### **2.3. Análisis FODA**

Este análisis es una metodología que permite examinar la situación de una empresa, tanto de manera externa como interna o también se puede expresar que es “el nexo que nos permite pasar del análisis de los ambientes interno y externo de la empresa hacia la formulación y selección de estrategias a seguir en el mercado.” (Matriz FODA, 2011)

También se expresa que “Una de las aplicaciones del análisis FODA es la de determinar los factores que pueden favorecer (Fortalezas y Oportunidades) u obstaculizar (Debilidades y Amenazas) el logro de los objetivos establecidos con anterioridad para la empresa.” (Borello, 1994)

De acuerdo a lo antes expuesto se puede mencionar que dichas debilidades y fortalezas corresponden al ámbito interno de la organización como puede ser “...las fallas en la producción, insuficiente marketing o falta de gente adecuada para usar nuevas tecnologías; las fortalezas pueden venir de la mano de la experiencia específica de la alta gerencia, o pueden ser el resultado de otros activos como una base de clientes fieles o un producto muy diferenciado.” (Buenos Negocios, 2012)

En cuanto se refiere a las oportunidades y amenazas, están dadas a partir de la parte externa de la empresa o también como se le conoce al contexto de la compañía, además cabe mencionar que estos eventos actúan de una manera independiente a lo

que realiza la empresa, estos pueden ser “Un cambio en el marco legal o impositivo, una tendencia en el consumo, la llegada de una nueva tecnología o un cambio de estrategia por parte de un competidor pueden aumentar las posibilidades de éxito (oportunidades) o disminuirlas (amenazas).” (Buenos Negocios, 2012)

De una manera más explícita se puede mencionar que:

- **Fortalezas**

“Son las capacidades especiales con que cuenta la empresa, y que le permite tener una posición privilegiada frente a la competencia. Recursos que se controlan, capacidades y habilidades que se poseen, actividades que se desarrollan positivamente, etc.” (Matriz FODA, 2011)

Así mismo se puede conocer las fortalezas de la empresa mediante la aplicación de preguntas como son:

- “¿Qué cosas son las que tu empresa hace muy bien, mejor que muchos otros?
- ¿Tu empresa es fuerte en el mercado o en el segmento al que apunta? ¿Por qué?
- ¿El equipo de gente está comprometido con la empresa y con la visión a futuro?” (Buenos Negocios, 2012)

- **Oportunidades**

“Son aquellos factores que resultan positivos, favorables, explotables, que se deben descubrir en el entorno en el que actúa la empresa, y que permiten obtener ventajas competitivas.” (Matriz FODA, 2011)

En este caso las preguntas que se puede realizar para conocer dichas oportunidades, están dadas por:

- “¿El mercado en el que opera tu empresa está en crecimiento?
- ¿Los productos o servicios satisfacen tendencias de consumo, o podrían adaptarse para hacerlo?

- ¿Existen nuevas tecnologías o cambios en el marco regulatorio que tu empresa puede aprovechar?” (Buenos Negocios, 2012)

- **Debilidades**

“Son aquellos factores que provocan una posición desfavorable frente a la competencia, recursos de los que se carece, habilidades que no se poseen, actividades que no se desarrollan positivamente, etc.” (Matriz FODA, 2011)

Al igual que en los casos anteriores, se puede conocer dichas característica mediante aplicación de preguntas como son:

- “¿Qué cosas son las que tu empresa no hace bien, incluso peor que otros?
- ¿Cuáles son las razones detrás de los problemas existentes?
- ¿Los defectos vienen de la mano de insuficientes recursos o de una mala asignación de los mismos?” (Buenos Negocios, 2012)

- **Amenazas**

“Son aquellas situaciones que provienen del entorno y que pueden llegar a atentar incluso contra la permanencia de la organización.” (Matriz FODA, 2011)

En este caso las preguntas que se pueden aplicar para conocer estas amenazas pueden ser:

- “¿Qué cosas hacen los competidores de mejor forma que tu empresa?
- ¿Qué obstáculos legales, impositivos o normativos enfrenta tu negocio?
- ¿Existen nuevas tecnologías o modas de consumo que amenacen el futuro de tus productos o servicios?” (Buenos Negocios, 2012)

## 2.4. Matriz FODA

Una vez que se ha realizado el análisis de la fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas; se procede a desarrollar una matriz que consiste en realizar una relación entre cada una de las variables anteriormente expresadas puesto que la

matriz FODA se constituye en “...una herramienta de ajuste importante que ayuda a los gerentes a crear cuatro tipos de estrategias: estrategias de fortalezas y oportunidades (FO), estrategias de debilidades y oportunidades (DO), estrategias de fortalezas y amenazas (FA) y estrategias de debilidades y amenazas (DA).” (David, 2003, pág. 200)

	FORTALEZAS: F	DEBILIDADES: D
Dejar siempre en blanco	1. 2. 3. 4. Lista de fortalezas 5. 6. 7. 8. 9. 10.	1. 2. 3. 4. Lista de debilidades 5. 6. 7. 8. 9. 10.
OPORTUNIDADES: O	ESTRATEGIAS FO	ESTRATEGIAS DO
1. 2. 3. 4. Lista de oportunidades 5. 6. 7. 8. 9. 10.	1. 2. 3. 4. Utilizar las fortalezas para aprovechar las oportunidades 5. 6. 7. 8. 9. 10.	1. 2. 3. 4. Superar las debilidades al aprovechar las oportunidades 5. 6. 7. 8. 9. 10.
AMENAZAS: A	ESTRATEGIAS FA	ESTRATEGIAS DA
1. 2. 3. 4. Lista de amenazas 5. 6. 7. 8. 9. 10.	1. 2. 3. 4. Utilizar las fortalezas para evitar las amenazas 5. 6. 7. 8. 9. 10.	1. 2. 3. 4. Reducir al mínimo las debilidades y evitar las amenazas. 5. 6. 7. 8. 9. 10.

**FIGURA No. 3 Matriz FODA**

**Fuente:** (David, 2003, pág. 202)

A continuación se presenta un detalle que permita conocer y entender a lo que se refieren cada una de las estrategias que permite generar esta matriz.

- **Estrategia fortaleza y oportunidad (FO)**

Se considera la parte positiva que posee la empresa tanto en su ambiente interno así como el externo es decir que se “...utilizan las fortalezas internas de una empresa para aprovechar las oportunidades externas.” (David, 2003, pág. 200)

- **Estrategia debilidad y oportunidad (DO)**

El aspecto a considerar en esta estrategia es la parte negativa del ambiente interno de la empresa y la parte positiva del ambiente externo puesto que este tipo de estrategias "... tienen como objetivo mejorar las debilidades internas al aprovechar las oportunidades externas." (David, 2003, pág. 200)

- **Estrategia fortaleza y amenaza (FA)**

Este tipo de estrategia toma en cuenta a la parte externa en su aspecto positivo y negativo puesto que se "... usan las fortalezas de una empresa para evitar o reducir el impacto de las amenazas externas. Esto no significa que una empresa sólida deba enfrentar siempre las amenazas del ambiente externo." (David, 2003, pág. 201)

- **Estrategia debilidad y amenaza (DA)**

En lo que corresponde a este tipo de estrategia se analiza la parte negativa de la empresa tanto de manera interna como externa, puesto que estas estrategias se consideran "... tácticas defensivas que tienen como propósito reducir debilidades internas y evitar amenazas externas." (David, 2003, pág. 201)

Es necesario destacar que en este tipo de estrategias la empresa debe tomar decisiones para poder mantenerse en el mercado, es decir, su supervivencia. Entre las acciones que podría considerar están las de reducir gastos o fusionarse y en el último de los casos, los socios o accionistas pueden declarar a la empresa en banca rota o en liquidación, éste sería la acción más deficitaria que se podría considerar.

## **2.5. Valoración de empresas**

### **2.5.1. Introducción**

Para poder conocer acerca de la valoración de empresas, es necesario inicialmente entender conceptos muy importantes como son que es precio y que es valor.

Para el primer caso, "El precio no es más que el resultado de una transacción concreta sobre un bien o derecho, en unas circunstancias concretas." (Sanjurjo &

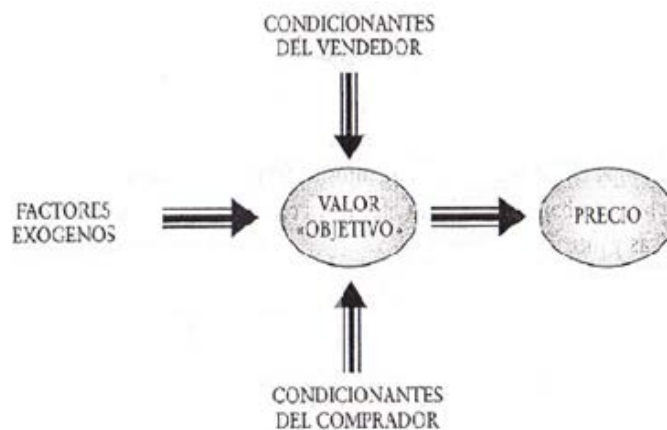


Reinoso, 2003, pág. 20); cabe mencionar que sobre este precio van a existir múltiples factores que permiten su fijación así como circunstancias relacionadas a la transacción. Otra definición que se puede expresar es que “El precio de una empresa es el valor que el vendedor va a recibir y el comprador va a pagar tras un proceso de negociación” (Fernández, 2008, pág. 5).

En lo que respecta a los factores, éstos pueden relacionarse tanto por parte del comprador así como del vendedor; en el caso del comprador se puede dar por: justificación estratégica para la operación, escasez de información sobre la empresa a adquirir; mientras que para el vendedor puede darse por: necesidad de vender por parte del accionista, búsqueda de viabilidad futuro a un negocio en declive, falta de sucesión empresarial. Como se expresó anteriormente, las circunstancias que se pueden producir son: previsible nuevas regulaciones que afecten al negocio, cambios tecnológicos, alteraciones sustanciales en los precios de materias primas, entre otras.

Para lo que respecta al valor, éste “viene definido fundamentalmente por la aplicación al negocio de determinadas hipótesis, que no necesariamente son las que concurren en la determinación del precio efectivamente pagado.” (Sanjurjo & Reinoso, 2003, pág. 21). Dentro de este aspecto y como ejemplo “el valor de mercado viene definido por el «precio» al que un comprador y un vendedor, actuando libremente, sin ningún tipo de presión o interés especial y con adecuada información sobre el negocio, estarían dispuestos a realizar la transacción.” (Sanjurjo & Reinoso, 2003)

“En este sentido, el valor de una empresa es el grado de utilidad que ésta proporciona a sus usuarios o propietarios” (Ramírez A. R., 2007).



**FIGURA No. 4 Gráfica del Valor**

**Fuente:** (Sanjurjo & Reinoso, 2003, pág. 21)

### 2.5.2. Definición

Ahora se puede expresar la definición de valoración de una empresa que es “el proceso mediante el cual se busca la cuantificación de los elementos que constituyen el patrimonio de una empresa, su actividad, su potencialidad o cualquier otra característica de la misma susceptible de ser valorada.” (Sanjurjo & Reinoso, 2003, pág. 76)

Cabe mencionar que para poder valorar a la empresa no es muy fácil, puesto que el objetivo en sí es la determinación del valor intrínseco de un negocio y no su valor de mercado, y aún menos el precio de la empresa. Es por ello que se puede considerar que el valor es un tanto subjetivo y se puede expresarlo como una opinión que cabe como una posibilidad que a diferencia del precio, que es una realidad.

Por tanto una valoración se considera también como una estimación del valor que nunca llevará a determinar una cifra exacta y única, sino que ésta dependerá de la situación de la empresa, del momento de la transacción y del método utilizado.

Dentro de este contexto, se requiere que se desarrollen escenarios futuros mediante el establecimiento de hipótesis que es necesario recalcar, se consideran como una incertidumbre y por ende el resultado final se va a encontrar dentro de un rango de valores.

### 2.5.3. Razones de una valoración

Lo que cause el valorar una empresa puede generarse por razones internas y razones externas de la empresa; en lo que respecta a la parte interna, ésta se produce únicamente para obtener mayor conocimiento por parte de las personas interesadas, sin que implique que posteriormente se va a generar una venta, entre las situaciones que impliquen esta característica están:

- Conocer la situación y/o evolución del patrimonio
- Motivos legales
- Verificar la gestión de los directivos
- Conocer capacidad de endeudamiento

Mientras que las razones externas, son motivadas por la oportunidad o la necesidad que existe por demostrar el valor de la empresa ante terceras personas que son ajenas al negocio. Entre las situaciones que implican estas acciones pueden ser:

- Transmisión de propiedad
- Solicitud de créditos
- Fusiones o absorciones
- Privatización de empresas públicas.

Otro tipo de finalidades para realizar una valoración pueden ser:

- Salidas de empresas a Bolsa, por operaciones de Oferta Pública de Acciones (OPA)
- Decisiones sobre inversiones en empresas cotizadas, en este caso “...hay que determinar el valor de la acción para compararla con el precio ante oportunidades de inversión.” (Labatut, 2005, pág. 20)

### 2.6. Métodos de valoración

Existen muchos autores que consideran diferentes aspectos para poder emitir una clasificación de los métodos que permitan aplicarse a una valoración de empresas, para este proyecto se van a considerar lo expresa Miguel Sanjurjo en su libro Guía de

Valoración de Empresas, en el cual se expresa que “... hay que distinguir entre métodos aplicados para conocer el valor global de una sociedad o una participación mayoritaria y los utilizados para valorar una participación minoritaria, normalmente empleados para conocer el valor de acciones que cotizan en Bolsa.” (Sanjurjo & Reinoso, 2003, pág. 81)

En lo que respecta a las valoraciones con participaciones mayoritarias, se pueden agrupar en dos clasificaciones que son los simples y los compuestos. A su vez los métodos simples tienen una su clasificación, a continuación se presentan dichos métodos.

#### Cuadro 5

##### Métodos de Valoración

SIMPLES		Compuestos o Mixtos (Good Will)	Cuenta de Resultados	Creación de Valor	Opciones
Estáticos	Dinámicos	Clásico	PER	EVA	Black y Scholes
<b>Valor contable</b>	Free Cash Flow	Unión de expertos	Ventas	Beneficio económico	Opción de invertir
<b>Valor contable ajustado</b>	Cash Flow acciones	Directo	EBITDA	Cash Value Added	
<b>Valor de Liquidación</b>	Capital Cash Flow	Renta abreviada	Otros múltiples	CFROI	
<b>Valor sustancial</b>	APV				

**Fuente:** (Fernández, 2008)

#### 2.6.1. Métodos Simples

Este tipo de métodos consideran únicamente el presente o el futuro del negocio, es decir “... que pretenden estimar el valor patrimonial de la empresa, el cual se obtiene mediante la suma de todos sus elementos patrimoniales previamente valorados de forma individualizada.” (Sanjurjo & Reinoso, 2003, pág. 85)

Se puede mencionar que a este tipo de métodos, también se los conoce como analíticos, puesto que “...el valor se asocia a la suma de un conjunto de elementos que según sus características individuales poseen valor, siendo la agregación de

todos ellos el valor de la empresa.” (Labatut, 2005, pág. 22), además que dentro de estos elementos se encuentran los componentes tanto tangibles como intangibles.

Es así que dentro de los métodos simples se encuentran los métodos estáticos y los métodos dinámicos.

#### **2.6.1.1. Métodos estáticos**

Este tipo de métodos se basa en el presente del negocio, puesto que se considera solo la situación pasada y presente de la empresa, sin considerar las situaciones futuras de la misma. Es decir que estos métodos “...se basan en el patrimonio contable de la empresa, es decir, los activos a su coste de adquisición y los pasivos a su valor de reembolso.” (Sanjurjo & Reinoso, 2003, pág. 85)

Puesto que la base de estos métodos es la situación contable, se puede expresar que toman como referencia el balance financiero de la empresa, es decir que “Estos métodos tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación del valor de sus patrimonio. Se trata de métodos tradicionalmente utilizados que consideran que el valor de una empresa radica fundamentalmente en su balance o en sus activos. Proporciona el valor desde una perspectiva estática que, por tanto, no tiene en cuenta la posible evolución futura de la empresa, el valor temporal del dinero ni otros factores que también le afectan como pueden ser: la situación del sector, problemas de recursos humanos, de la organización, contratos, etc. que no se ven reflejados en los estados contables.” (Fernández, 2008, pág. 3)

Este tipo de valoración estática se basa en métodos patrimoniales que se caracterizan por:

- “corresponder a un enfoque fundamentalmente patrimonial.
- no considerar a la empresa como un sistema organizado.
- prescindir de la empresa como ente vivo, con una vida futura en la que se va a generar un flujo de beneficios.
- apoyarse en el Balance.” (Alonso & Villa, 2007, pág. 27)

Dentro de éstos se puede mencionar a:

- Valor contable
- Valor contable ajustado
- Valor de liquidación
- Valor sustancial

#### **2.6.1.1.1. Valor contable (VC)**

A este método también se le conoce como valor en libros o patrimonio neto de la empresa, es decir “es el valor de los recursos propios que figuran en el balance (capital y reservas). Esta cantidad es también la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible.” (Fernández, 2008, pág. 4)

$$Vc = Activo\_total - Pasivo\_exigible$$

Puesto que se basan en los estados financieros, la imagen de éstos es causada por los PCGA<sup>9</sup>, que se los puede expresar como macro reglas que orientan a la práctica así como se obtienen de ellos las normas detalladas de contabilidad.

Es así que dichos PCGA, desde el punto de vista de la valoración, pueden llegar a distorsionar en parte la información, ya que se considera “los efectos que resultan de la aplicación del principio del precio de adquisición y del principio de prudencia.” (Sanjurjo & Reinoso, 2003, pág. 86)

Como ya se mencionó, el balance es el punto de partida en este método; por consiguiente, es importante que se disponga de información fiable, clara, concisa y homogénea a través de la contabilidad. En la actualidad se debe considerar las NIIF<sup>10</sup> y la aplicación del valor razonable para los activos, esto permitirá obtener valores actuales de los activos, así como otros conceptos que emiten estas normativas para el resto de la información financiera de las empresas.

---

<sup>9</sup> Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados

<sup>10</sup> Normas Internacionales de Información Financiera

### 2.6.1.1.2. Valor contable ajustado (VCA)

“Es el valor del Patrimonio Neto ajustado a los precios de mercado (valores de reposición)” (Labatut, 2005)

Otra conceptualización que se le puede dar a este método es “... la idea del valor del patrimonio en un instante dado y se obtiene por diferencia entre el valor real de sus activos y el valor actual de liquidación de las deudas. Es, por tanto, la parte del patrimonio que corresponde a los accionistas.” (Sanjurjo & Reinoso, 2003, pág. 92)

Por tanto, considerando la fórmula del Valor contable, se debe aplicar a ello las plusvalías y minusvalías necesarias para determinar los valores reales. O también se puede expresar como “la diferencia entre el activo y el pasivo exigible, ajustados a sus respectivos valores de mercado, considerando el estado y utilidad de las diferentes partidas del balance para la empresa.” (Martínez, 2001, pág. 51)

$$VCA = \text{Activo}_{\text{contable}} - \text{Pasivo}_{\text{exigible}_{\text{contable}}} + \text{Pluvalías} \\ / \text{Minusvalías}_{\text{de}_{\text{Revalorización}}}$$

$$VCA = \text{Activo}_{\text{real}} - \text{Pasivo}_{\text{exigible}_{\text{real}}}$$

### 2.6.1.1.3. Valor de liquidación (VL)

Este método se aplica, como su nombre lo dice, al momento que una empresa se procede a liquidar, es decir que “... se vendan sus activos y se cancelen sus deudas. Este valor se calcula deduciendo del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación del negocio (indemnizaciones a empleados, gastos fiscales y otros gastos propios de la liquidación.” (Fernández, 2008, pág. 5)

También se puede expresar como “El valor de la empresa en el supuesto de no continuidad... En este caso se producirá la venta de los activos por separado (no en bloque) y el pago de los pasivos y gastos de liquidación, por lo que los activos se deprecian con la liquidación y los pasivos pueden aumentar para hacer frente a posibles indemnizaciones a los asalariados, honorarios de liquidadores, coste de cese de la actividad, etc.” (Labatut, 2005, pág. 23).

Cabe mencionar que este valor de liquidación "...ignora los flujos de caja que las actividades de la empresa puedan generar en el futuro, centrándose exclusivamente en el valor que pueda obtener a través de la venta de los activos." (Sanjurjo & Reinoso, 2003, pág. 99).

Existe varias alternativas de formulas, sin embargo se considera la siguiente:

$$VL = \text{Activos} * (1-d) - \text{Pasivos} * (1+r)$$

Donde:

d: porcentaje en el que se depreciarían los activos por la liquidación, y

r: porcentaje en que se incrementarían los pasivos por la liquidación.

(Espiñera Pacheco y Asociados adscrita a PWC, 2013)

Es necesario también mencionar que este método de valoración, puede también aplicarse a una empresa que aún siga con sus operaciones, pero que se puede "... calcular un valor aproximado de liquidación, llamado valor liquidativo, que será la cantidad por debajo de la cual no puede descender el valor de la empresa, ya que éste representa el valor mínimo de enajenación." (Martínez, 2001, pág. 52)

#### **2.6.1.1.4. Valor sustancial (VS)**

Este valor corresponde "... al valor real de los medios de producción, independientemente de la forma en que estén financiados, es decir, estaría constituido por el valor real de todos los bienes y derechos utilizados en la explotación (se excluyen, por tanto, los terrenos no utilizados, las participaciones en otras empresas, etc.)" (Sanjurjo & Reinoso, 2003, pág. 96)

Dentro de otra definición, se expresa que "representa la inversión que debería efectuarse para constituir una empresa en idénticas condiciones a la que se está valorando. También se puede definir como el valor de reposición de los activos, bajo el supuesto de continuidad de la empresa, por oposición al valor de liquidación." (Fernández, 2008, pág. 5)



En una relación con el valor contable, se puede mencionar que la diferencia que existe entre estos métodos radica en que en el método del valor sustancial, no se están considerando los bienes no operativos ni la estructura financiera de la empresa. “Es decir, se incluye todo el activo del balance comprometido en la explotación (activo total y no un activo neto, pues este método no incluye ningún pasivo exigible.)” (Sanjurjo & Reinoso, 2003)

Un causal para que no se incluyan los bienes extra funcionales, es que a éstos se les considera carentes de valor pues no aportan utilidad a la empresa. “Normalmente, se considera al valor sustancial como el valor mínimo de la empresa.” (Espiñera Pacheco y Asociados adscrita a PWC, 2013)

Al aplicar este método se puede expresar que no será un valor correcto el obtenido, debido al análisis anteriormente mencionado, más bien se puede acotar que el valor obtenido permitirá ser una referencia para aplicar otros métodos y así analizar la rentabilidad económica de la empresa por comparación de los beneficios obtenidos.

Dentro de este método se puede conocer dos versiones que son el Valor Sustancial Bruto y el Valor Sustancial Neto, cuyas fórmulas se expresan a continuación:

Valor Sustancial Bruto (VSB):  
Activos operativos a valor de mercado

Valor Sustancial Neto (VSN): VSB – Pasivos  
operativos a valor de mercado

#### **2.6.1.2. Métodos dinámicos**

Dentro del mismo campo de los métodos simples, se presentan los métodos dinámicos que son aquellos métodos que “Valoran los negocios de acuerdo con las expectativas futuras del mismo. El valor de un negocio se basará en la cuantificación de dos conceptos:

- El valor de sus activos a precio de mercado.

- La estimación de los flujos futuros de rentabilidad que éste sea capaz de generar.” (Sanjurjo & Reinoso, 2003, pág. 106)

Este tipo de métodos consideran a la empresa como un proyecto de inversión, ello implica que su valor resultante es de la actualización de los rendimientos futuros que se espera obtener.

Entre otros elementos que caracterizan a la valoración dinámica están:

- “Relegar a un segundo término la óptica patrimonial dada por su situación actual.
- Considerar explícitamente la organización empresarial.
- Tener en cuenta la capacidad de la empresa para generar un flujo de resultados (ganancias, beneficios, dividendos...) a lo largo de su vida.
- Apoyarse, básicamente, en la cuenta de Resultados, aunque utilizando también el Balance de Situación, los planes del empresario,..., según el valor a determinar.” (Alonso & Villa, 2007)

Ya que existen distintos métodos dinámicos, éstos “se diferencian en la variable que se considera que mejor representa el rendimiento de la empresa, ya sean éstos beneficios, dividendos o flujos de caja. Todos estos flujos de fondos han de ser, posteriormente, descontados a una tasa de descuento en función del riesgo que conlleve la inversión.” (Sanjurjo & Reinoso, 2003, pág. 106).

Otra concepción que se pueden considerar es que “Tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero –cash flows- que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa apropiada según el riesgo de dichos flujos.” (Fernández, 2008, pág. 14).

Puesto que como se mencionó, este tipo de métodos toman en consideración a los flujos de fondos que genere la empresa, por tanto “Los métodos de descuento de flujos se basan en el pronóstico detallado y cuidadoso, para cada período, de cada

una de las partidas financieras vinculadas a la generación de los cash flows correspondientes a las operaciones de la empresa...” (Fernández, 2008, pág. 14)

Dentro de este método existe un factor muy importante que es la tasa de descuento, la cual se debe considerar para poder actualizar los flujos para esta tasa “Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el tipo de descuento mínimo lo marcan los interesados...” (Fernández, 2008, pág. 14).

Una vez que se ha aplicado la tasa de descuento para los flujos futuros, el valor que se obtiene por medio de la aplicación de los métodos dinámicos de valoración, se compone por dos variables que son:

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

De una manera general los métodos basados en el descuento de flujos de fondos parten de la siguiente expresión:

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

“siendo: CF<sub>i</sub>= flujo de fondos generado por la empresa en el periodo i; VR<sub>n</sub>= valor residual de la empresa en el año n; K= tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos.” (Fernández, 2008, pág. 14)

Cabe mencionar que dicho valor residual es posible obtener descontando los flujos futuros a partir del periodo n. “Un procedimiento simplificado para considerar una duración indefinida de los flujos futuros a partir del año n es suponer una tasa de crecimiento constante (g) de los flujos a partir de ese periodo, y obtener el valor residual en el año n aplicando la formula simplificada de descuento de flujos indefinidos con crecimiento constante:  $VR_n = CF_n(1+g)/(k-g)$ .” (Fernández, 2008, pág. 14)

Dentro de esta categoría se puede mencionar a:

- Free Cash Flow
- Cash Flow para los accionistas
- Cash Flow para la deuda
- Capital cash flow
- Flujo de beneficios descontados

Por tanto es necesario conocer la tasa de descuento para cada uno de éstos flujos, que a continuación se expresa de la siguiente manera:

Tipo de flujo de fondos	Tasa de descuento correspondiente
<b>FCF.</b> Flujo de fondos libre (Flujos de caja 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>CFd.</b> Flujo disponible para la deuda	<b>Kd.</b> Rentabilidad exigida a la deuda
<b>CCF.</b> Flujos de caja de capital	<b>WACC.</b> (antes de impuestos)
Beneficios descontados	<b>Kc.</b> Coste de los recursos propios

**FIGURA No. 5 Tipo de Flujo y su tasa de descuento**

**Fuente:** (Sanjurjo & Reinoso, 2003, pág. 109)

#### 2.6.1.2.1. Free Cash Flow (FCF)

Este tipo de flujo se le considera como "... el flujo de fondos operativo, esto es, el flujo de fondos generado por las operaciones, sin tener en cuenta el endeudamiento (deuda financiera), después de impuestos. 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 y que, por tanto, no hay cargas financieras." (Fernández, 2008, pág. 16)

Este método coincide con el enfoque que se utiliza para realizar los presupuestos de tesorería, pero realizando previsiones de flujos a más largo plazo. Es decir que se aplica hipótesis o ciertos factores que permiten estimar las cifras de las distintas variables futuras. Cabe mencionar que para poder realizar dichas previsiones, es necesario conocer el rendimiento que ha generado la empresa en tiempo pasado y de esa manera poder realizar las predicciones futuras.

Puesto que las predicciones que se desarrollan, pretenden estimar escenarios futuros, dichos escenarios deben considerar ciertas indicaciones generales como son:

- “Es conveniente partir de la predicción de los balances y las cuentas de resultados con el fin de desarrollar una idea clara de las interconexiones de predicciones sobre las ventas
- Es preferible diseñar varios escenarios con diferentes variables estratégicas relativas a la empresa y su entorno
- Las previsiones sobre las variables escogidas en el desarrollo de los escenarios deben llevar a un análisis minucioso de las capacidades internas de la compañía, percibiendo los puntos fuertes y débiles de la misma y ponderándolos según su importancia en el futuro.
- Los flujos de caja y la tasa de descuento a aplicar deben contener una tasa de inflación esperada.” (Sanjurjo & Reinoso, 2003, pág. 110)

Es necesario mencionar que este método es aceptado de manera general por los expertos en valoración; tanto de manera teórica así como práctica. Esto se expresa ya que este método es el que “... mejor incorpora al resultado de la valoración todos los factores que afectan al valor de un negocio.” (Realp, 2009, pág. 193)

Además que las ventajas que presenta este método son:

- Método riguroso
- Considera a la empresa como un auténtico proyecto de inversión
- Se basa en la capacidad de generación de caja, prestando menor atención al resultado contable, que puede estar fuertemente afectados por criterios subjetivos que intervienen en su determinación.

A continuación se presenta el formato básico para obtener el flujo de caja libre:

	Ventas
-	Coste de ventas
=	Beneficio bruto
-	Gastos de venta
-	Gastos amortizables
+	Otros ingresos
=	Beneficio antes de impuestos
-	Impuestos
=	Beneficio después de impuestos
+	Gastos de amortización
=	Flujo de caja bruto
-	Variación del fondo de maniobra
-	Inversión de activo fijo
=	Flujo de caja libre

**FIGURA No. 6 Formato determinación FCF**

**Fuente:** (Sanjurjo & Reinoso, 2003)

Así como se expresó que éstos flujos deben ser actualizados para poder conocer el valor de la empresa, es por ello que se debe considerar la tasa de descuento más apropiada para poder realizar este proceso, en este caso dicha tasa se la conoce como el coste ponderado de los recursos, más conocida como WACC<sup>11</sup>

“El coste de capital representa la tasa mínima de rendimiento por un proyecto de inversión. Es la combinación del coste de los fondos ajenos y de los fondos propios ponderado por el peso que tiene cada uno dentro del balance de la empresa.” (Sanjurjo & Reinoso, 2003, pág. 111)

A continuación se expresa la fórmula del WACC:

$$WACC = \frac{EKe + DKd \times (1 + T)}{E + D}$$

Donde:

D= Valor de mercado de la deuda.

E= Valor de mercado de las acciones o recursos propios

Kd = Coste de la deuda antes de impuestos

T = Tasa impositiva

<sup>11</sup> Weighted Average Cost of Capital

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

Una vez conocido dicha tasa, se procede a aplicar la fórmula del método de FCF, que es:

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

Donde:

V= Valor estimado de la compañía.

E= Valor de mercado de las acciones.

D= Valor de mercado de la deuda existente.

FCF= Flujo de Caja Libres

(Sanjurjo & Reinoso, 2003)

#### 2.6.1.2.2. Cash Flow acciones (CFac)

Este tipo de método se "... calcula restando al flujo de fondos libre los pagos de principal e intereses (después de impuestos) que se realiza en cada período a los poseedores de la deuda, y sumando las aportaciones de nueva deuda." (Fernández, 2008, pág. 18).

Otra definición que se puede expresar consiste en que "...se calcula por la diferencia entre el valor operativo y el valor de la deuda, siendo:

- valor operativo: el valor actual de los flujos de caja operativos libres,
- y
- valor de la deuda: el valor actual de los flujos de caja de los acreedores." (Sanjurjo & Reinoso, 2003, pág. 112)

Una manera de representar lo anteriormente expresado, se realiza de la siguiente manera:

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

En donde:

CFac= Flujo disponibles para los accionistas.

FCF= Flujo de caja libres.

T= Tipo impositivo.

Un aspecto importante que es necesario considerar, corresponde a que la tasa de descuento que se aplicará en este método corresponde a la rentabilidad exigida por los accionistas ( $k_e$ ); además, para que el valor de la empresa pueda ser el correcto mediante dicho método, se debe adicionar a los flujos disponibles por los accionistas el valor de la deuda existente.

### 2.6.1.2.3. Capital Cash Flow (CCF)

A este método se le conoce como descuento de flujos de caja de capital puesto que corresponde "... a la suma del *cash flow* para los poseedores de deuda más el *cash flow* para las acciones." (Fernández, 2008, pág. 18). Por tanto esto se expresa así:

$$CCF = CFac + CFd = CFac + I - \Delta D \qquad I = D \cdot Kd$$

Donde:

CCF= Flujo de caja de capital.

CFac= Flujo de fondos disponible para los accionistas.

CFd= Flujo de fondos disponible para los poseedores de la deuda.

CFd= Intereses más la devolución del principal.

$I = D \times Kd$

D= Deuda

Kd= Coste de la deuda antes de impuestos.

(Sanjurjo & Reinoso, 2003, pág. 113)

En lo que respecta a éste método es necesario que se considere la diferencia que existe entre el free cash flow y el capital cash flow, puesto que el primero es el hipotético flujo disponible para las acciones en el caso de que la empresa no tenga deuda mientras que el segundo es la sumatoria del flujo disponible para la deuda y las acciones.



#### **2.6.1.2.4. APV (Adjusted Present Value)**

Hay que considerar que este método “se basa en el principio de la aditividad de los valores. Consiste en aplicar la metodología básica del descuento de flujos de caja, a cada uno de los diversos tipos de flujos de caja de las empresas.” (Sanjurjo & Reinoso, 2003, pág. 115)

Desde otro punto de vista este método corresponde a “el cálculo del valor de la empresa se realiza sumando dos valores: por una parte, el valor de la empresa suponiendo que la empresa no tiene deuda y, por otra, el valor de los ahorros fiscales que se obtienen por el hecho de que la empresa se esté financiando con deuda.” (Fernández, 2008, pág. 19)

En lo que respecta al valor de la empresa sin deuda, éste se puede obtener mediante la aplicación del método de *cash flow* libre, utilizando la tasa de rentabilidad exigida por los accionistas bajo el supuesto de que la empresa no tiene deuda. Por tanto la tasa que se menciona, en primera instancia se puede considerar como tasa no apalancada, sin embargo esta debe ser menor que la tasa de los accionistas cuando la empresa tuviese deuda en su estructura financiera, y en cambio dicha tasa sería igual al WACC cuando no exista deuda puesto que la fuente de financiamiento con la que se trabaja sería el capital.

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

#### **2.6.2. Métodos Compuestos o Mixtos (Good Will)**

“Estos métodos parten de un punto de vista mixto: por un lado, realizan una valoración estática de los activos de la empresa y, por otro, añaden cierta dinamicidad a dicha valoración porque tratan de cuantificar el valor que generará la empresa en el futuro.” (Fernández, 2008, pág. 13).

En otras palabras se puede expresar que "... consideran la rentabilidad de la empresa e incorporan su valor sustancial bajo los supuestos que originan los correspondientes métodos. Su fundamento reside en la igualdad: el valor de la empresa es igual a su valor sustancial más el valor del negocio." (Alonso & Villa, 2007, pág. 41)

"...se trata de métodos cuyo objetivo es la determinación del valor de la empresa a través de la estimación del valor conjunto de su patrimonio mas la plusvalía resultante del valor de sus beneficios futuros..." (Fernández, 2008, pág. 13). Esta "... plusvalía (minusvalía) que el valor de la empresa tiene derivada de la organización empresarial, calidad de la plantilla, cuota de mercado, expectativas de la firma,... En definitiva, lo que en la terminología anglosajona se denomina goodwill o badwill, si de una plusvalía o minusvalía se trata." (Alonso & Villa, 2007, pág. 41)

Lo que se menciona como goodwill, también se lo puede denominar como fondo de comercio ya que es "...el exceso de valor que tiene la empresa por encima de su valor contable o por encima del valor contable ajustado." (Sanjurjo & Reinoso, 2003)

Dentro de los aspectos intangibles que pueden ser parte del fondo de comercio, están:

- Liderazgo sectorial,
- Alianzas estratégicas,
- Localización,
- Nivel de competencia,
- Relaciones satisfactorias con el personal y estabilidad del mismo,
- Calidad de la cartera de clientes, etc.

De una manera simplificada se podría considerar que este tipo de métodos son muy acertados al momento de valorar una empresa, sin embargo, "el problema surge al tratar de calcular su valor, ya que no existe unanimidad metodológica para su cálculo, sino diversos métodos,..." (Sanjurjo & Reinoso, 2003, pág. 121)

Por lo anteriormente analizado, se puede expresar que "Estos métodos están pensados para el caso en que consideramos que la empresa vale más de lo que indica

el balance pero no queremos basarnos sólo en las previsiones de flujos de caja.” (ACCID, 2009, pág. 19), es decir que se considera ello para obtener un promedio. Además es necesario mencionar que el método tiene sentido si el valor dinámico es superior al valor estático.

#### **2.6.2.1. Método clásico**

“Este método parte del concepto de que la empresa es igual al valor de su activo neto real, al que se le incorpora lo inmaterial, sumándole n beneficios.” (Sanjurjo & Reinoso, 2003, pág. 122).

Lo que se considera como good will, “... se obtiene multiplicando el beneficio medio de los últimos años, o el beneficio medio previsto para el futuro, por un número (n) que oscilará, dependiendo del tipo de industria al que pertenezca la empresa, entre 1,5 y 3.” (Martínez, 2001, pág. 60).

La expresión que materializa ello se presenta a continuación:

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

De acuerdo a lo que exponen los expertos, existe la posibilidad de ingresar el cálculo del inmaterial no a partir del beneficio, sino considerando la facturación, de la que representa un determinado porcentaje (z).

Por tanto, a la formula anteriormente expresada, se le modifica por este dato; cabe mencionar que la anterior formula se utiliza mayormente para empresas industriales, mientras que la formula que considera la facturación se utiliza para comercio minorista. Entonces quedaría de la siguiente manera:

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

#### **2.6.2.2. Método de los anglosajones**

A este tipo de método también es conocido como «de la renta del fondo de comercio» o superbeneficios, dicho método “... calcula el valor de la empresa como la suma del valor sustancial (Vs) y del fondo de comercio (G), sin emplear el paso intermedio del valor de rendimiento.” (Sanjurjo & Reinoso, 2003, pág. 125)

Posteriormente de obtener el valor sustancial ajustado, se debe calcular el interés que se producirá, es decir que se calcula la rentabilidad normal del valor sustancial a una tasa de mercado. Al existir una diferencia entre dicho interés y la rentabilidad futura, se puede expresar como el superbeneficio que se considera como la renta del fondo de comercio.

Puesto que en este método se considera mucho el fondo de comercio, ello permite conocer la fragilidad que cuentan los elementos de dicho fondo, por tanto es suficiente actualizar la renta del fondo de comercio a una tasa  $r$  que sea superior a la  $i$  estimada como representativa de la rentabilidad del valor sustancial. Entonces la fórmula de dicho método se considera de la siguiente manera:

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

Donde:

$V_s$ = Valor sustancial neto.

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

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

### 2.6.2.3. Método de la Renta abreviada

Puesto que este método se le considera una variante del método anterior, puesto que “Se basa en la capitalización del superbeneficio a lo largo de un número finito de años, y su expresión aritmética es:  $V_e = V_s + a_n (B - iV_s)$ ” (Sanjurjo & Reinoso, 2003, pág. 127)

Donde:

$V_s$ = Valor sustancial neto

$a_n$ = Valor actual, a un tipo  $t$ , de  $n$  anualidades unitarias, siendo  $n$  entre 5 y 8 años

$B$ = Beneficio neto del último año o el previsto para el próximo año.

I= Tipo de interés de colocación alternativa, que puede ser el de las obligaciones, el rendimiento de las acciones, o el rendimiento de las inversiones inmobiliarias (después de impuestos).

$$a_n (B - iVs) = \text{Fondo de comercio}$$

De acuerdo a lo que se expresa en este método, el valor de la empresa corresponde a "... su patrimonio neto ajustado mas el valor del fondo de comercio, que se obtiene capitalizando, por aplicación de un coeficiente  $a_n$ ..." (Sanjurjo & Reinoso, 2003).

#### 2.6.2.4. Método de la Unión de Expertos

De acuerdo a este método, el valor de la empresa se considera a partir de la siguiente fórmula:

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

Donde:

$Vs$  = Valor sustancial neto

$a_n$  = Valor actual, a un tipo  $t$ , de  $n$  anualidades unitarias, siendo  $n$  entre 5 y 8 años

$B$  = Beneficio neto del último año o el previsto para el próximo año.

$I$  = Tipo de interés de colocación alternativa, que puede ser el de las obligaciones, el rendimiento de las acciones, o el rendimiento de las inversiones inmobiliarias (después de impuestos).

$$a_n (B - iVs) = \text{Fondo de comercio}$$

(Sanjurjo & Reinoso, 2003, pág. 127)

Puesto que el método de la renta abreviada y de Unión de los expertos es similar entre sí, la diferencia radica en que el fondo de comercio, en el caso de unión de los expertos "se calcula a partir del valor  $Ve$  que estamos buscando, mientras que en el

método simplificado se calcula a partir del activo neto Vs.” (Sanjurjo & Reinoso, 2003)

### **2.6.3. Métodos de Cuenta de Resultados**

Como su nombre lo indica, este tipo de métodos “...se basan en la cuenta de resultados de la empresa. Tratan de determinar el valor de la empresa a través de la magnitud de los beneficios, de las ventas o de otro indicador.” (Fernández, 2008, pág. 7).

Desde otra perspectiva se pueden considerar a estos métodos como comparativos ya que “... esto requiere poseer una información amplia sobre transacciones habidas en el mercado y sobre datos referentes a un gran número de empresas.” (Martínez, 2001, pág. 13) y de esta manera conocer los volúmenes de beneficios que se obtiene de las empresas, y específicamente de la cual se desea valorar.

Puesto que estos métodos requieren de información muy detallada, se puede expresar que dicha información se puede obtener en el mercado de valores, ya que es ahí donde la información financiera es pública, por tanto se estaría considerando, la valoración de empresas que participan en este mercado. Es por ello que “Esta metodología busca establecer el valor actual de la compañía comparándola con otras similares que coticen en el mercado de valores, aplicándole los mismos múltiplos. Sin embargo, es precisamente estableciendo las comparaciones entre compañías donde se suelen cometer los mayores errores al aplicar este método de valoración.” (Españera Pacheco y Asociados adscrita a PWC, 2013)

Una definición adicional, se puede enunciar que “... consiste en la obtención de una serie de ratios a partir de la capitalización bursátil o del precio pagado en transacciones de mercado de compañías similares, y su posterior aplicación sobre magnitudes de la sociedad que es objeto de valoración.” (Realp, 2009, pág. 204)

Considerando otro punto de vista, este tipo de 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.” (Labatut, 2005, pág. 27)

Por los antecedentes expuestos, se puede determinar que las valoraciones desarrolladas mediante la aplicación de estos métodos únicamente logran ser consideradas como referencia en la aplicación de otras metodologías.

En esta categoría están los métodos:

- Múltiplos de: Beneficio PER
- Ventas
- Ebitda

### **2.6.3.1. Beneficios PER**

Para poder entender acerca de este método, inicialmente es necesario conocer que PER<sup>12</sup> significa Razón Precio – Utilidad, por tanto representa “El cociente resultante de dividir el precio de la acción entre la utilidad obtenida por acción. Este múltiplo indica cuánto está dispuesto a pagar un inversionista por cada unidad de utilidad de la empresa.” (Españera Pacheco y Asociados adscrita a PWC, 2013)

Para poder realizar la aplicación de este método de valoración e necesario conocer la definición de parámetros como son cotización y beneficio. “Estos deben ser homogéneos para todas las empresas consideradas.” (Martínez, 2001, pág. 62)

Se puede considerar que éste también es un indicador de las expectativas que tiene el mercado en cuanto a las ganancias futuras de la empresa de una manera general. Cuando se trata de este ratio, se puede explicar que “... un alto (bajo) PER está asociado con expectativas de crecimiento (decrecimiento) en la utilidad futura de la empresa. Este múltiplo se suele comparar con otras empresas del mismo sector, con el PER promedio del mercado o con el PER histórico de la propia empresa.” (Españera Pacheco y Asociados adscrita a PWC, 2013). Por tanto la formula a aplicar corresponde a:

$$\text{PER} = \frac{\text{Precio por acción}}{\text{Utilidad por acción}}$$

Este tipo de método “... se presenta como una alternativa a los casos en que no dispongamos de proyecciones financieras para un período suficientemente largo, si

---

<sup>12</sup> Price Earning Ratio

bien también es utilizado complementariamente a otros métodos de valoración (Flujos de Caja Descontados...” (Sanjurjo & Reinoso, 2003, pág. 141)

### **2.6.3.2. Múltiplo de las ventas**

Este tipo de método considera multiplicar sus ventas por un número, el cual puede depender del sector o del mercado, puesto que la valoración utilizando este método ha sido empleada en algunos sectores con una cierta frecuencia.

Puesto que este tipo de métodos se basan en una relación, específicamente, el múltiplo de ventas relaciona precio / ventas, por tanto ello se puede descomponer de la siguiente manera:

$$\text{Precio/ventas} = (\text{precio/beneficio}) \times (\text{beneficio/ventas})$$

Donde se puede conocer que el PER se encuentra expresado en la relación “... (precio/beneficio), y la segunda relación (beneficio/ventas) se conoce normalmente como rentabilidad sobre las ventas.” (Fernández, 2008, pág. 10)

### **2.6.3.3. EBITDA**

Para poder comprender de lo que trata este método, inicialmente se requiere conocer que EBITDA<sup>13</sup> significa utilidad antes de de intereses, impuestos, depreciación, y amortizaciones, por tanto lo que representa este método es “... relacionar el valor de la empresa y el beneficio operativo, que ella genera, antes de detraerle todo tipo de amortizaciones, los intereses de las deudas y los impuestos...” (Mascareñas, 2011, pág. 331)

Este análisis permite comparar a empresas del mismo sector bordeando el problema de su estructura de capital y de su política de amortización, además del impacto fiscal.

Otros autores consideran como “Un cierto número de negocios se valoran por los compradores basándose en los ingresos contables. De hecho, uno de los sistemas más comunes de tasación es el llamado método del EBITDA. Esto implica la determinación de su EBITDA (los beneficios antes de intereses, impuestos,

---

<sup>13</sup> Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization



depreciación, y amortizaciones) y la multiplicación del EBITDA por un múltiplo relevante para obtener una valoración de la empresa.” (Lipman, 2002, pág. 26)

#### **2.6.4. Métodos de creación de valor**

Como su nombre lo expresa, esta clase de métodos lo que consideran es el incremento de valor generado por las empresas, puesto que en la actualidad, lo que demandan los ejecutivos o altas autoridades de las compañías es que, éstas brinden un valor agregado a sus operaciones y por ende sean mucho más cotizadas en los mercados. Se puede enunciar esto, ya que “... hoy en día las empresas que cotizan en Bolsa, basan su estrategia, principalmente, en la consecución de dos premisas: maximizar el beneficio y maximizar el precio de sus acciones.” (Sanjurjo & Reinoso, 2003, pág. 134)

También se puede considerar que dicho métodos “... consideran parámetros para valorar la empresa flujos que tienen en consideración los recursos financieros utilizados para obtener el citado beneficio, así como los riesgos que estos recursos comportan.” (Montserrat, 2011, pág. 38)

Los métodos que se encuentran dentro de esta categoría son:

- EVA
- Beneficio económico
- Cash value added
- CFROI

##### **2.6.4.1. Método EVA**

Al igual que otros métodos, el significado de EVA es Economic Value Added que en idioma castellano es Valor Económico Agregado que “... mide la diferencia entre la rentabilidad obtenida por una compañía, el retorno del capital, y el coste de los capitales utilizados para ello.” (Sanjurjo & Reinoso, 2003, pág. 134)

Un dato adicional, corresponde a que este término (EVA) “...fue creado y registrado por la consultora americana Stern Steward & Co, aunque basado en parámetros de la teoría económica del siglo pasado. Se trata de una medida basada en medidores económicos financieros.” (Montserrat, 2011, pág. 39)

Mediante la aplicación de una fórmula, se puede expresar así:

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

Dentro de esta misma configuración, se puede detallar que la rentabilidad corresponde al beneficio antes de intereses e impuestos menos los impuestos, ello se enuncia de la siguiente manera:

$$\text{Rentabilidad} = \text{BAIT} \times (1 - t) = \text{BAIDT}$$

Donde:

t= Tasa impositiva

BAIT= beneficio antes de intereses y tasas (impuestos)

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

Mientras que el coste de capital corresponde a "... la composición de la financiación de la empresa, es decir, la financiación con recursos propios y ajenos. Se calcula a través del coste medio ponderado de capital:

$$K = \frac{(RP \times \text{CosteRP}) + (RA \times \text{CosteRA})}{RP + RA} ,,$$

Siendo:

K= Coste medio ponderado de capital

RP= Recursos propios

RA= Recursos ajenos

Así pues, el Coste del capital será:

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

(Sanjurjo & Reinoso, 2003, pág. 135)

Una vez analizado la composición del EVA de una manera más detallada, entonces se puede enunciar que la composición del EVA corresponde de la siguiente manera:

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

Finalmente para conocer la rentabilidad futura esperada de una inversión por medio del EVA, se debe descontar mediante la aplicación de una tasa de actualización, pero se debe excluir de ello el coste de la inversión inicial.

#### 2.6.4.2. Beneficio económico (BE)

A este tipo de método se le conoce también como “residual income, que es el beneficio contable (BFO) menos el valor contable de las acciones multiplicado por la rentabilidad exigida a las acciones ( $K_e$ ).” (Fernández, EVA, beneficio económico y creación de valor, 1998, pág. 20)

Para este caso, se ha considerado la formula que brinda Sanjurjo, que es:

$$BE = BTD - (K_e \times Evc)$$

Donde:

BTD= beneficio después de impuestos.

$K_e$  = Rentabilidad exigida a las acciones.

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

#### 2.6.4.3. Cash Value Added (CVA)

El método ha sido considerado como una alternativa al EVA ya que fue “... propuesto por Boston Consulting Group...” (Montserrat, 2011, pág. 40); y en sí, se considera como el beneficio antes de intereses más la amortización contable menos la amortización económica menos el coste de los recursos utilizados (inversión inicial por el coste promedio ponderado de los recursos):

$$CVA = BAIDT + AM - AE - (D + Evc) \times WACC$$

Donde:

BAIDT= Beneficio antes de intereses y después de impuestos.

AM= Amortización contable.

AE = Amortización económica.

D = Deuda inicial.

Evc = Valor contable de las acciones, al inicio de un período.

WACC= Coste promedio de los recursos

#### **2.6.4.4. CFROI**

Este método se le denomina Cash Flow Return On Investments, es decir, la rentabilidad de cash flow sobre la inversión, “trata de medir la verdadera rentabilidad generada por las inversiones de una empresa.” (Sanjurjo & Reinoso, 2003, pág. 138)

“No es otra cosa que la TIR (Tasa de Retorno de la Inversión) de los flujos ajustados por la inflación asociados a la inversión.” (Montserrat, 2011, pág. 40)

Este método incorpora “...en su procedimiento la diferencia de valor del dinero en el tiempo, el riesgo asociado al funcionamiento de la entidad, la tasa de inflación, y el coste alternativo de oportunidad del capital, intentando reflejar una situación futura.” (Pisón, pág. 5). A esta connotación, otros autores difieren ya que consideran que la tasa de inflación no es considerada, y por tanto el resultado que se obtiene se considera como una rentabilidad real y no nominal.

Como ya se había mencionado anteriormente, se trabaja a la empresa como un proyecto de inversión en total, pues se considera a sus activos la capacidad que tienen para generar liquidez a lo largo de vida, es decir en el transcurso del crecimiento de la empresa.

#### **2.6.5. Métodos de Opciones reales**

Esta metodología consiste en la aplicación de fórmulas de valoración de opciones financieras que se basan en el arbitraje, sin embargo, es necesario inicialmente conocer qué es una opción financiera, por tanto “una opción es un contrato que proporciona a su poseedor (el comprador) el derecho (no la obligación) a comprar (opción de compra o vender (opción de venta) una cantidad de activos, a un precio establecido, en una fecha determinada.” (Fernández, Opciones, Futuros e Instrumentos Derivados, 1996, pág. 19)

Lo que corresponde al método de las opciones se genera por la necesidad de incluir la flexibilidad en el análisis de proyectos de inversión. Se puede considerar una similitud con el método de descuento de flujos, puesto que utilizan los mismos elementos para calcular el valor de la empresa, como son: se basan en los flujos de caja, están ajustados al riesgo, consideran diversos periodos.

## **2.7. Método seleccionado**

En este caso para poder escoger el método más apropiado para la valoración de una empresa, inicialmente se debe conocer el objetivo de dicha valoración. Por tanto, en nuestro caso la valoración de la empresa Milenium Merchandise se genera producto que ésta se encuentra requiriendo fuentes de financiamiento para continuar con sus operaciones. Estas fuentes pueden ser obtenidas mediante la incursión de la empresa en el mercado de capitales o de potenciales inversionistas, que necesitan conocer la rentabilidad que genera la empresa desde una óptica mucho más detallada como es la que se está dando mediante la aplicación de este proyecto.

Una vez analizados cada uno de los tipos de métodos de valoración, se puede conocer que los métodos estáticos tienen como base fundamental la situación contable de la empresa que se refleja por medio de su balance, es decir que no considera la evolución futura de la compañía; mientras que los métodos dinámicos, sí toman en consideración la evolución que tenga la empresa en su futuro, pero ello debe partir desde la situación actual y proyectarse al futuro, cabe mencionar que dichos valores futuros deben tomar en cuenta los factores de riesgo que pueden existir así como los elementos que le brinda un valor a la compañía.

Otro de los métodos son los compuestos, en los cuales se enmarcan la parte actual así como el futuro de la empresa, sin embargo éstos ya no son muy aplicados puesto que no existe una metodología uniforme para su utilización; en cuanto se trata de los métodos basados en múltiplos, éstos tienen una concepción de ser sencillos y fáciles de ejecutar, pero únicamente permiten ser una referencia puesto que ayudan a otros métodos de valoración.

Por tanto, para el presente proyecto de valoración se va a aplicar los métodos dinámicos y específicamente el método de flujos de fondos descontados o conocidos

como Free Cash Flow, puesto que dicho método permite conocer a la empresa como un ente generador de flujos y para poder obtener el valor de la empresa aplicando ésta metodología, es necesario considerar una tasa de descuento que será la más idónea para la empresa Milenium Merchandise. Cabe mencionar que como lo han expresado los distintos autores de textos de valoración, el Free Cash Flow, es el método más acertado desde una perspectiva teórica así como práctica ya que es el método que "... mejor incorpora al resultado de la valoración todos los factores que afectan al valor de un negocio." (Realp, 2009, pág. 193)

Así como también, "El método más apropiado para valorar una empresa es descontar los flujos de fondos futuros esperados, 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." (Fernández, 2014)

Además que las ventajas que presenta este método son:

- Método riguroso
- Considera a la empresa como un auténtico proyecto de inversión
- Se basa en la capacidad de generación de caja, prestando menor atención al resultado contable, que puede estar fuertemente afectados por criterios subjetivos que intervienen en su determinación.

## CAPÍTULO 3

### ANÁLISIS SITUACIONAL

#### 3.1. Filosofía empresarial

La empresa Milenium Merchandise cuenta con una filosofía empresarial, que ha sido desarrollada por sus colaboradores, así como aceptada por sus directivos, los mismos que de manera frecuente recuerdan al personal cada uno de estos elementos para motivarlos y así expresarles que la compañía es una sola familia que continuará creciendo con el esfuerzo de cada uno de sus integrantes.

##### 3.1.1. Visión

Convertirse al 2017 en un modelo empresarial consolidado y reconocido en la comercialización y distribución de insumos a nivel nacional, por medio de operaciones de comercio que se distinguen por su calidad y una cobertura amplia de clientes, mejorando con responsabilidad en forma constante y anticipándose a los posibles cambios que se generen en el mundo corporativo.

##### 3.1.2. Misión

La empresa proporciona artículos promocionales al por mayor y menor, brindando continuamente calidad y servicio profesional, cumpliendo con el compromiso de satisfacer los requerimientos del cliente con puntualidad y creatividad.

##### 3.1.3. Valores

La compañía requiere de elementos de la cultura empresarial, propios de cada compañía, dadas sus características competitivas, las condiciones de su entorno, su competencia así como de la expectativa de los clientes y propietarios.

- Respeto: en la empresa representa lo más importante para las relaciones humanas, así como de la vida en colectividad, del trabajo en equipo, de

cualquier tipo de relación interpersonal. Se considera a este valor como garantía absoluta de transparencia para el convivir en la compañía.

- **Honestidad:** es la columna importante en la vida de cada persona así como de convivencia en la empresa, puesto que nos fortalece como personas de bien.
- **Lealtad:** en la empresa representa como compromiso y entrega al trabajo; este valor permite considerar un presente y futuro en la compañía para cada uno de los empleados.

#### **3.1.4. Principios**

En la empresa Milenium Merchandise representan el conjunto de valores, creencias, normas, que regulan la vida de la organización, es así que se constituyen en la norma de vida corporativa y el soporte de la cultura organizacional.

- **Cooperación:** permite integrarse, en la empresa como un grupo fortalecido, adheridos por objetivos comunes que se encaminan a la satisfacción del cliente.
- **Cumplimiento:** la compañía considera que éste principio genera la pronta contestación a cada uno de los requerimientos del cliente.
- **Compromiso:** este principio de la empresa corresponde con nuestros clientes, con los consumidores y con la calidad en los productos que se comercializan.

### **3.2. Análisis Macroambiente**

En lo que corresponde al ambiente macro, se procede a realizar el siguiente análisis, considerando las fuerzas externas que afectan a la empresa.

#### **3.2.1. Ambiente Económico**

Este elemento se constituye en uno de los más importantes, puesto que influye de manera directa en la empresa, ya que afecta en sus clientes así como en la empresa misma, en lo referente al poder de adquisición.

Un aspecto que se debe considerar dentro de este factor, es la Dolarización que se instauró en el Ecuador luego de haber sufrido una gran crisis económica a finales de la década de los 90 y una fuerte devaluación del sucre, que fue la anterior moneda.



Específicamente en nuestro caso, la dolarización “es la sustitución del sucre por el dólar estadounidense. En ese esquema, el dólar pasa a tener un valor fijo de 25.000 sucres y a cumplir las tres funciones de la moneda: ser medio de pago, ser reserva de valor y funcionar como unidad contable.” (Ramírez J. , 2001)

Como se mencionó en anteriores expresiones, la empresa Milenium Merchandise se formó en el año 1999, justamente durante este proceso de cambio. Es así que esa época fue complicada para el desarrollo de las actividades, según lo cuentan sus propietarios, puesto que este proceso de un nuevo esquema monetario generó muchas dificultades en el accionar empresarial.

Sin embargo, el esfuerzo y la perseverancia de los integrantes de la empresa durante esos años, logró vencer los obstáculos y complicaciones que se suscitaron en el día a día, puesto que la economía empezó a dinamizarse y ello permitió que la oferta y demanda se estabilicen, además que las políticas económicas instauradas por los gobiernos de turno, brindaron en una parte afianzamiento para los comercios así como para otros sectores.

Aunque el poder adquisitivo de la población era aún limitado, éste ha ido en incremento ya que no se corre el riesgo de desvalorización de la moneda, así como se ha elevado la capacidad que tienen las personas para acceder a créditos, en este sentido, también se puede comentar que la productividad en las empresas ha crecido ya que disponen de mayores recursos para desarrollar cada una de sus actividades económicas.

Se puede expresar entonces, que “El sector empresarial es uno de los sectores más beneficiados con la medida, pues con la dolarización se incrementó la capacidad de consumo de la clase media, reduciendo la especulación monetaria y, sobre todo, la medida blindó a la economía de la inestabilidad política que atravesó Ecuador por varios años.” (Arellano, 2013)

De acuerdo a lo que expresan muchos entendidos en la materia, la dolarización “...cuenta con una credibilidad del 98%, pero si se utiliza el error estadístico la dolarización alcanza el 100% y eso se debe a que nunca dejamos de crecer en todos

estos años.” (Redacción Economía, 2012), de acuerdo a Marco Naranjo, esto se debe a que la inflación no ha sido superada en un dígito.

Dentro de los elementos que componen el ambiente económico, se encuentran otros que se analizan a continuación.

### **3.2.1.1. Producto Interno Bruto (PIB)**

Corresponde a la sumatoria del valor agregado bruto de todas las unidades de producción, en el transcurso de un periodo determinado; cabe mencionar que el año base con el cual se desarrollan las cifras han cambiado, y los datos que se presentan tienen como año base el año 2007.

El cambio de año base se produce ante la necesidad de manejar procesos de hiperinflaciones y rupturas económicas. Nuestro país ha contado con los siguientes años base: 1975, 1993, 2000 y 2007.

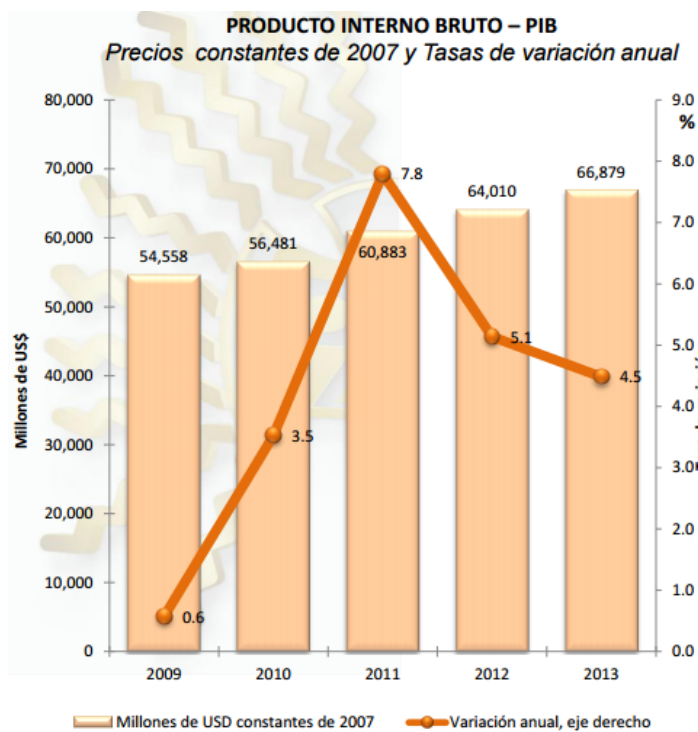
En lo que se refiere al año base 2007, se genera debido a que se ha dado situaciones como son: nueva metodología adoptada (System of National Accounts 2008), nuevas nomenclaturas (CIIU 4), entre otros.

De acuerdo a lo publicado por el BCE, existen 17 sectores económicos, en los cuales se identifica el “comercio”, donde se desarrolla las actividades de la empresa Milenium Merchandise.

De una manera general, se puede enunciar que el Ecuador durante el año 2013 alcanzó un PIB de US\$ 66.879 millones y creció en un 4,5% en relación al año 2012 de acuerdo a los datos proporcionados por el BCE.

Cabe mencionar que de acuerdo a lo que se visualiza en el Grafico No. 7, durante el año 2009 el PIB creció únicamente en un 0,6%; puesto que la economía ecuatoriana se vio afectada por la crisis económica internacional que se originó a causa de la burbuja inmobiliaria en Estados Unidos así como a las difíciles condiciones productivas en las naciones de Europa. Mientras que para el año 2011, se evidencia un crecimiento del 7,8%, en este caso las actividades económicas que brindaron una mayor contribución al PIB, estuvieron la construcción, otros servicios, la manufactura y el comercio; para el caso de la construcción, esta actividad se

incrementó gracias a la infraestructura física así como a los bonos de vivienda que se brindaron por parte del Banco del IESS.

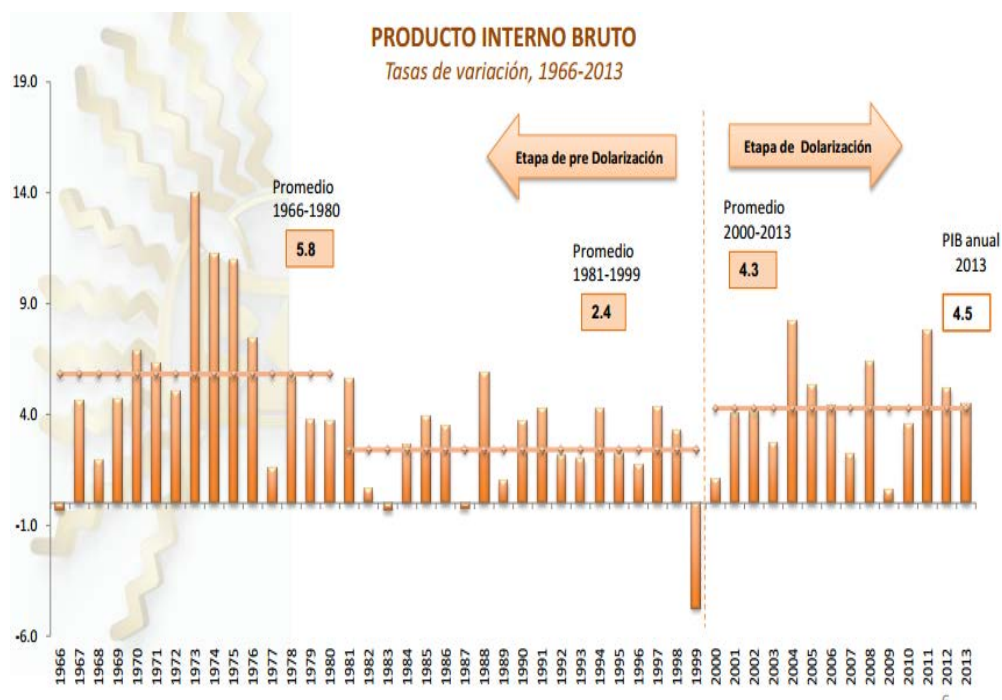


**FIGURA No. 7 Variación PIB**

**Elaborado por:** Dirección de Estadística Económica

**Fuente:** (Banco Central del Ecuador, 2014, pág. 5)

En cuanto se refiere a un análisis de este elemento económico en el tiempo, se puede conocer que nuestro país ha pasado por una etapa decisiva como se refleja en el Gráfico No. 8, en donde el punto de desequilibrio es la dolarización, antes de esta etapa la tasa de variación promedio del PIB entre 1981-1999 correspondía a 2,4%; mientras que posterior a este cambio en la economía ecuatoriana, la tasa de variación promedio del PIB es de 4,3% en el periodo 2000-2013.

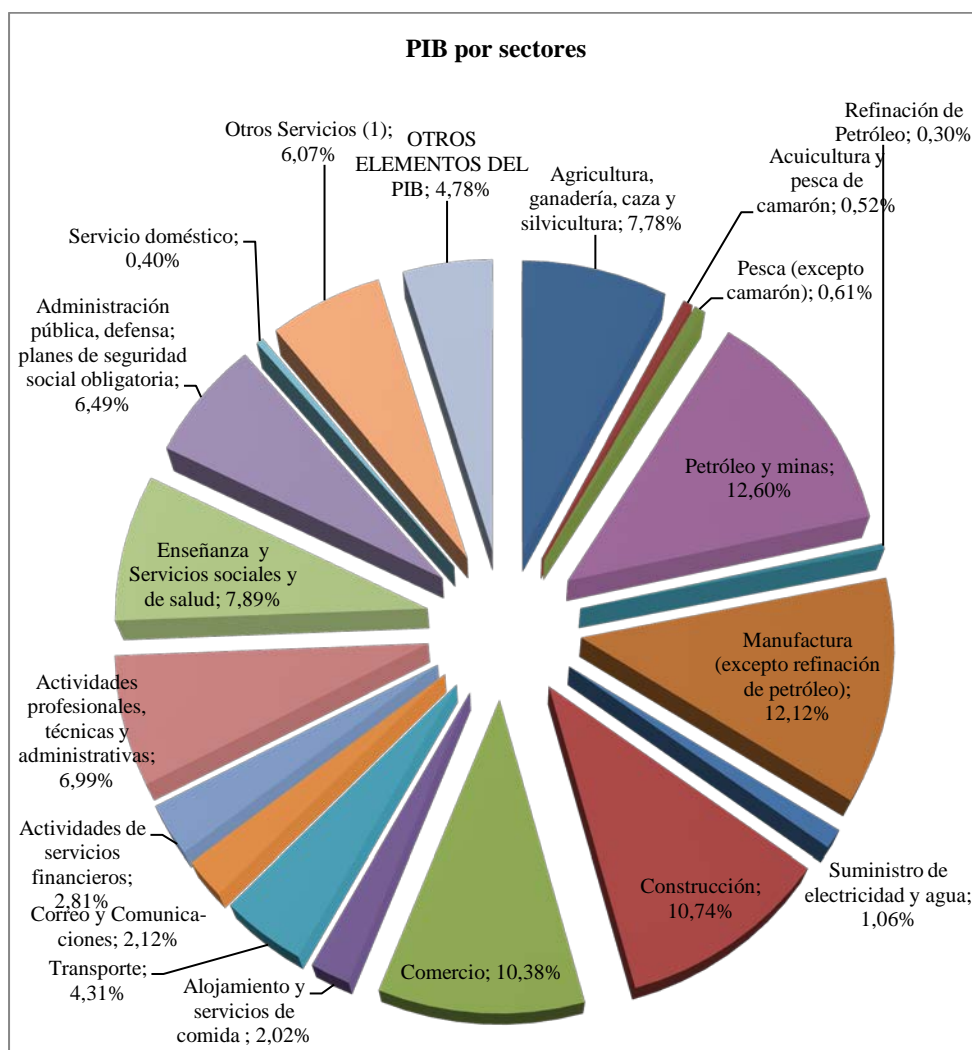


**FIGURA No. 8 Evolución del PIB**

**Elaborado por:** Dirección de Estadística Económica

**Fuente:** (Banco Central del Ecuador, 2014, pág. 6)

Desde una perspectiva más detallada, se puede expresar que el PIB por sector económico, se encuentra mayoritariamente en petróleo y minas con un 12,6% luego de éste viene manufactura con 12,12% y el sector de la construcción con 10,74% en cuanto se refiere al sector del comercio; éste abarca un 10,38% del PIB.



**FIGURA No. 9 PIB 2013 por sectores**

Según se expuso en gráficas anteriores, la tasa de variación del PIB del Ecuador cuenta con un promedio positivo, lo que implica que se cuenta con una economía saludable, además que se dispone de una moneda sostenible como es el dólar. Cabe mencionar que el PIB de nuestros vecinos como son Colombia con un 4,3% y Perú con 5,8% durante el 2013, nos brindan una muestra que estamos en buen camino.

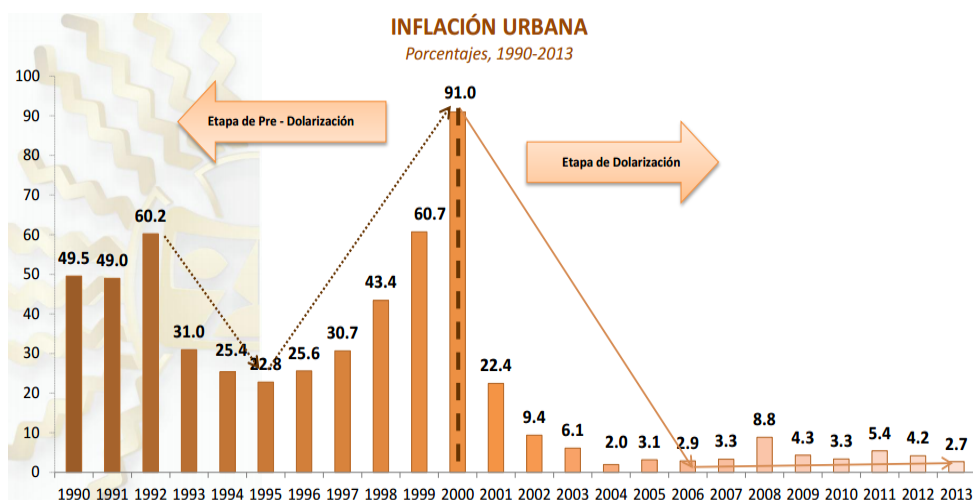
### **Connotación Gerencial**

Entre los principales indicadores del riesgo soberano es el crecimiento real del PIB menor al 1,0% anual, en el caso del Ecuador en el año 2013 el PIB se ubicó en 63,081 millones de US dólares constantes y su crecimiento, con relación al año 2013,

fue de 4,6%, y en la actualidad el Producto Interno Bruto (PIB) del Ecuador tuvo un crecimiento anual de 4,9% en el primer trimestre de 2014 respecto al primer trimestre del 2013, reportó el Banco Central, este indicador muestra una oportunidad para la empresa debido a que si el PIB es positivo también lo es para las empresas comerciales, es decir se genera un impacto alto, debido a que existe más producción de bienes y prestación de servicios dentro del país y por lo tanto van aumentar las ventas de la compañía a nivel nacional, lo cual es beneficioso para la compañía y así como su estabilidad económica.

### 3.2.1.2. Inflación

Al continuar con el análisis en lo que respecta a la inflación se debe considerar que este factor económico, durante la crisis económica que sufrió el Ecuador en los años 1999 y 2000, llegó a 91% durante este último año "...con un claro peligro de entrar a una hiperinflación, que fue frenada por la implementación de la dolarización." (Tomalá), mientras que posterior a la dolarización ha decrecido considerablemente y durante el año 2013 alcanzó un 2,7% de acuerdo a lo publicado por el BCE en sus estadísticas macroeconómicas.



**FIGURA No. 10 Evolución de la Inflación Anual**

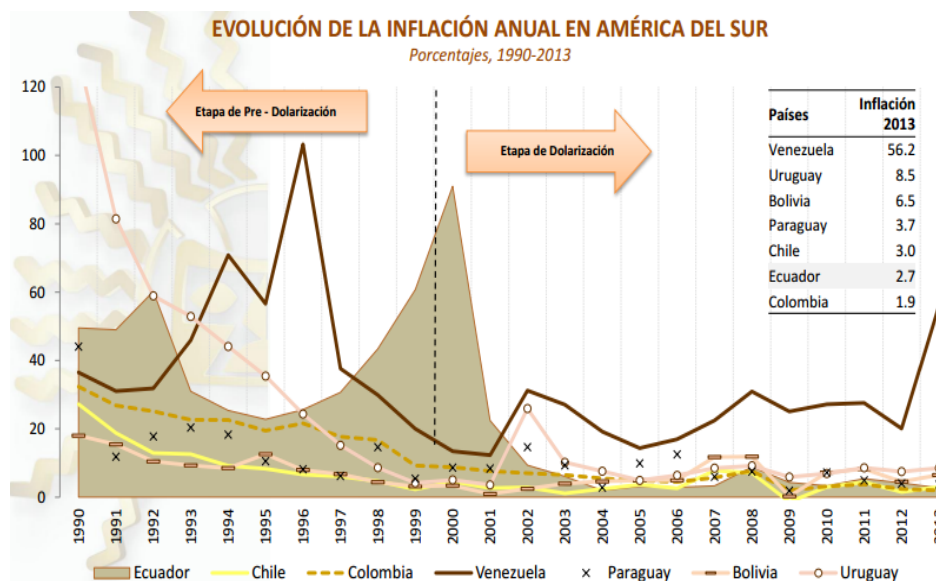
**Elaborado por:** Dirección de Estadística Económica

**Fuente:** (Banco Central del Ecuador, 2014, pág. 11)

Es necesario considerar, que el Ecuador fue uno de los países que tuvo problemas económicos durante los últimos años del siglo XX e inicios del siglo XXI,

antes fue Venezuela que presentó similares crisis económicas que conllevan que su inflación también se dispare, aunque este país aún no ha podido solucionar dichos problemas económicos.

A continuación se presenta una comparación de las tasas de inflación anual que han mantenido los países de América del Sur.

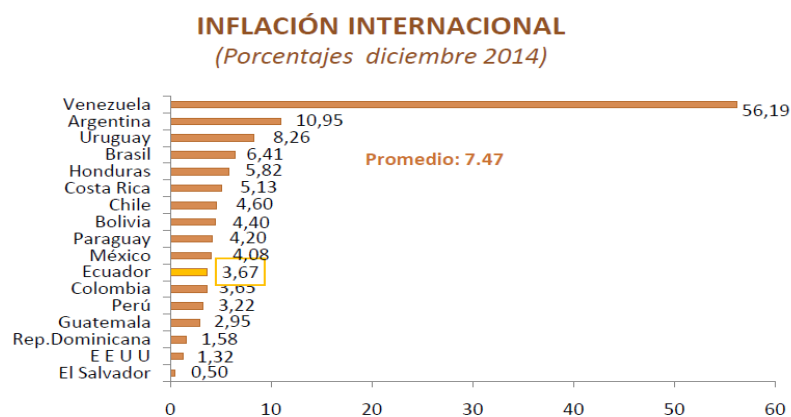


**FIGURA No. 11 Evolución de la Inflación Anual con países de la región**

**Elaborado por:** Dirección de Estadística Económica

**Fuente:** (Banco Central del Ecuador, 2014, pág. 10)

Dentro de este mismo elemento, las condiciones actuales se encuentran estables y de acuerdo a lo publicado por el BCE en el mes de sep-2014 se alcanzó un 4,19% anual, que es menor al promedio de América Latina y EEUU que llegan a un 7,81%. Sin embargo, es superior a la inflación de nuestros vecinos Colombia con 2,89% y Perú con 2,74%; lo que implica que en esas naciones existe un mayor poder adquisitivo de la población.



**FIGURA No. 12 Relación de la Inflación Anual a Dic-2014**

**Elaborado por:** Dirección de Estadística Económica

**Fuente:** (Banco Central del Ecuador, 2015, pág. 25)

### Connotación Gerencial

La tasa de inflación superior al 10% anual es una señal de alerta al momento de analizar el riesgo soberano y de igual forma es un indicador que influenciará de manera positiva o negativa en la compañía, para el año 2014 hasta el mes de septiembre según lo expuesto anteriormente, el país cuenta con un 4,19% de inflación anual, dicho indicador representa para la empresa una oportunidad debido a que desde al año 2012 a 2014 según los datos estadísticos la inflación se ha mantenido en un rango de hasta 5% lo que indica estabilidad económica del país; por lo tanto no habrá una alza considerable que pueda afectar los costos de materia prima, insumos y productos que la empresa comercializa, generando una estabilidad de precios en el sector nacional y logrando ser competitivos en la industria, cabe mencionar que el impacto que se genere debido a la variación de este indicador, es alto puesto que afecta a los precios de los bienes y servicios.

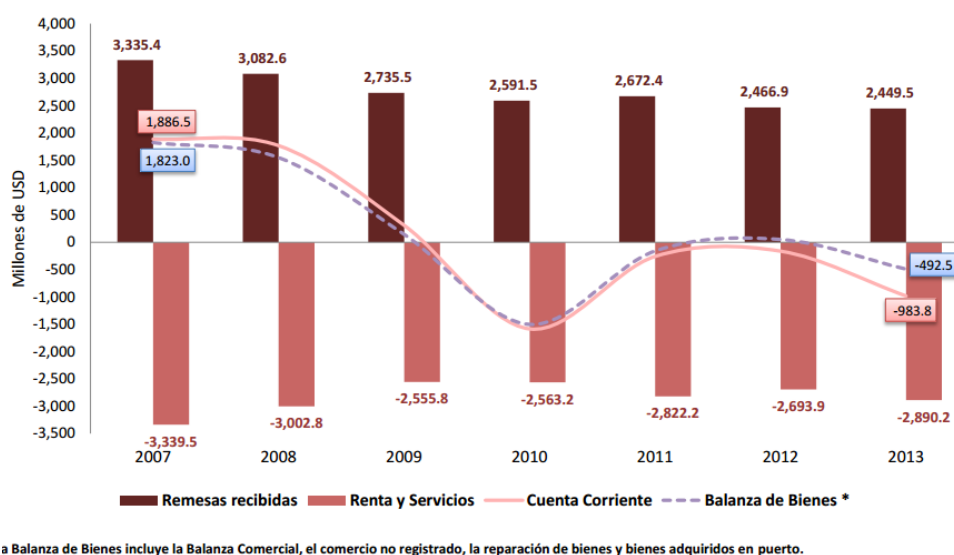
#### 3.2.1.3. Balanza de Pagos

Se puede expresar que “La balanza de pagos es el resumen contable en el que se registran todas las transacciones económicas de un país en relación a las del resto de países durante un periodo concreto, que generalmente es de un año natural.” (Berumen, 2006, pág. 182).



Una definición adicional de la balanza de pagos corresponde a “... que es un documento contable que recoge en tres balanzas –cuenta corriente, cuenta de capital, cuenta financiera- todas las transacciones económicas entre Ecuador y el resto del mundo.” (Acosta, 2009, pág. 76)

En el caso del Ecuador es necesario analizar cada una de las cuentas que integran la Balanza de Pagos, por tanto; a finales del 2013 “la Cuenta Corriente presentó un déficit de USD -983.8 millones, como consecuencia del saldo negativo de las Balanzas de Bienes, Renta y Servicios.”



**FIGURA No. 13 Cuenta Corriente y sus componentes, 2007-2013**

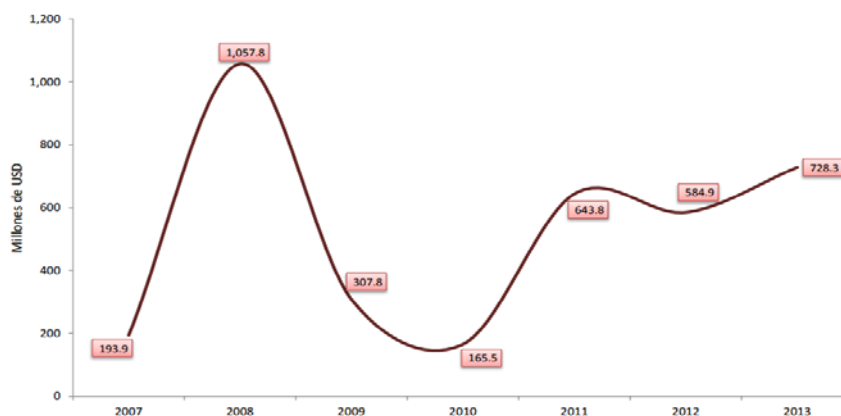
**Elaborador por:** Dirección Nacional de Síntesis Macroeconómica

**Fuente:** (Banco Central del Ecuador, 2015, pág. 40)

De acuerdo a la información publicada por el BCE, para el segundo trimestre del 2014, “la Cuenta Corriente mostró un superávit de USD 239.0 millones, como consecuencia del saldo positivo de la Balanza de Bienes de USD 361.7 y la disminución en el déficit de la Balanza de Renta y Servicios de USD 42.2 millones.” (Dirección Nacional de Síntesis Macroeconómica, 2014, pág. 44)

Otra de las cuentas que forman parte de la Balanza de Pagos, es la Cuenta de Capital, en donde se involucra a las Inversiones Extranjeras; que en el caso del Ecuador se ha desarrollado a partir del año 2010 con un comportamiento que ha ido en crecimiento, puesto que para el año 2013 dicha inversión extranjera directa

ascendió a USD 728.3 millones, en donde la mayor parte se destinó a la Explotación de Minas y Canteras e Industria Manufacturera.



**FIGURA No. 14 Inversión Extranjera Directa, 2007-2013**

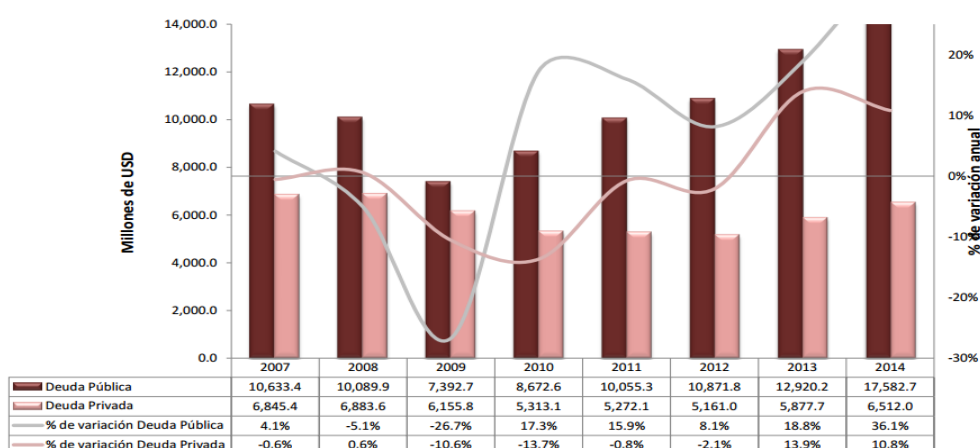
**Elaborador por:** Dirección Nacional de Síntesis Macroeconómica

**Fuente:** (Banco Central del Ecuador, 2015, pág. 46)

En cuanto al año 2014, durante el segundo trimestre el saldo neto de IED fue de USD 162.3 millones, sin embargo es menor en USD 119.0 millones al segundo trimestre del 2013.

Durante el mencionado segundo trimestre del 2014, es relevante considerar que Holanda es el país con mayor IED con USD 35.5 millones seguido de España con USD 23.8 millones y en tercer lugar Estados Unidos con USD 21.0 millones.

Como parte de la cuenta de capital, se encuentra la Deuda tanto pública como privada, que al final del 2014 fue de USD 17,582.7 millones en el caso de la deuda externa pública; y de USD 6,512.0 millones para el caso de la deuda externa privada.



**FIGURA No. 15 Saldo de la Deuda Externa Pública y Privada, 2007-2014**

**Elaborador por:** Dirección Nacional de Síntesis Macroeconómica

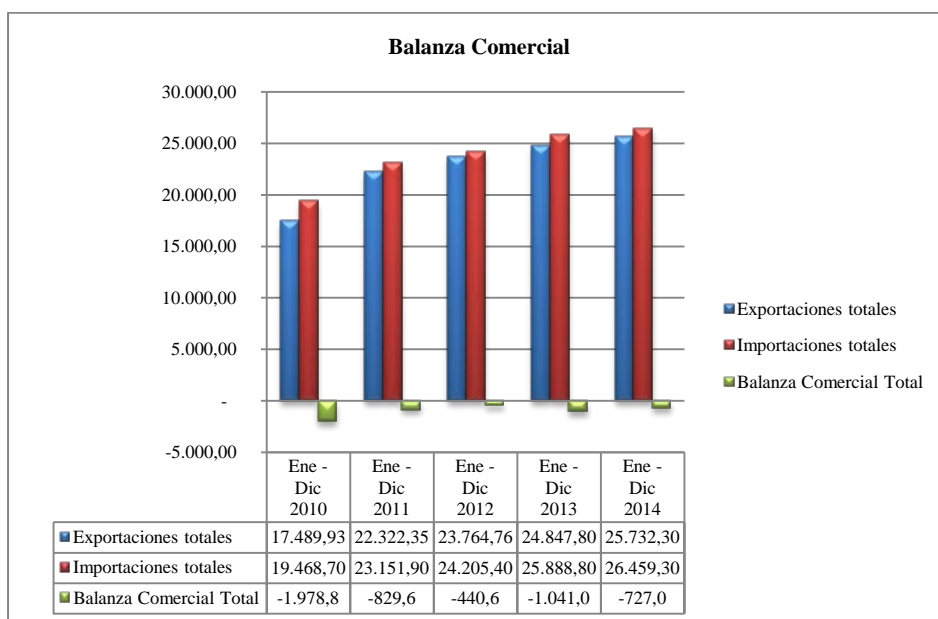
**Fuente:** (Banco Central del Ecuador, 2015, pág. 56)

### **Balanza Comercial**

Para el caso del análisis del macro entorno de la empresa Milenium Merchandise, este factor económico, es importante ya que la compañía desarrolla sus actividades en el marco del comercio exterior y por ello debe estar informada de cada una de las variables que implican las transacciones que se producen en este sector.

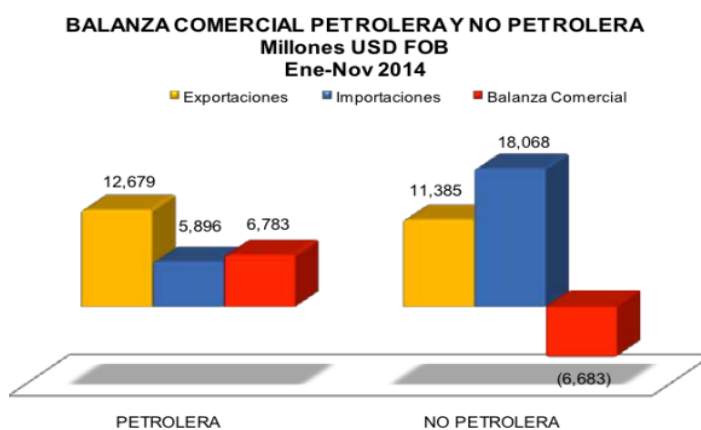
Es por ello que durante el año 2013, el Ecuador registró una Balanza Comercial Total negativa expresada en US\$ 1.084 millones. “Las exportaciones crecieron en un 5.4% al comparar el periodo 2013-2012, y las importaciones crecieron en un 7.2%” (PRO ECUADOR, 2014).

Además, de acuerdo a datos preliminares expuestos por el BCE, dicho déficit se mantiene en alrededor USD 727 millones.



**FIGURA No. 16 Evolución de la Balanza Comercial**

En todo caso, se debe expresar que estos datos, son muy distintos cuando se excluye de ello al petróleo, que es nuestro principal producto de exportación, es por ello que al analizar únicamente la Balanza Comercial No Petrolera, ésta se encuentra con cifras negativas, es decir que hasta noviembre del 2014, se tiene un déficit de US\$ 6.683 millones, como se muestra en el siguiente gráfico.



**FIGURA No. 17 Balanza Comercial Petrolera y No Petrolera**

**Elaborado por:** Dirección de Inteligencia Comercial e Inversiones de PRO ECUADOR

**Fuente:** (PRO ECUADOR, 2015, pág. 12)

Una vez conocidos los datos de manera general, es importante identificar que las importaciones se encuentran constituidas por otros rubros, en los cuales los bienes de consumo, en donde la empresa Milenium Merchandise realiza sus gestiones, representaron US\$ 5.230 millones durante el 2013, así como otros que se muestran en el gráfico.



**FIGURA No. 18 Importaciones por destino económico**

**Elaborado por:** Dirección de Estadística Económica

**Fuente:** (Banco Central del Ecuador, 2014, pág. 19)

De acuerdo a los datos expresados, reflejan la toma de decisiones que ha encaminado el gobierno nacional, al restringir las importaciones mediante la aplicación de políticas arancelarias así como no arancelarias como son el solicitar los certificados de reconocimiento que permiten sustentar la calidad de los productos que ingresan al país para grupos de partidas arancelarias.

### Connotación Gerencial

De acuerdo a lo analizado, considerando los elementos de la Balanza de Pagos, que está integrada por Cuenta Corriente, Cuenta de Capital y Cuenta de Reservas, es así que en lo que respecta a la Cuenta Corriente, que corresponde una alerta para el

riesgo soberano, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos es el 1,3% del PIB en el 2013 lo que no representa una señal de alerta en el riesgo soberano del país, porque se le puede considerar como un aviso cuando es superior al 3% del PIB.

Pues es pertinente decir que la balanza de pagos es, precisamente, la cuenta donde se registran las transacciones que un país tiene con el resto del mundo en un período de tiempo específico, se debe buscar una estabilidad reduciendo el déficit actual, precisamente hoy en día se está cambiando la matriz productiva para ser más competitivos a nivel internacional, esto será una oportunidad para las empresas comerciales e industriales porque se podrá elaborar productos de alta calidad y lograr captar mercado internacional para su comercialización, maximizando las importaciones de productos no tradicionales para reducir el déficit en la balanza comercial, esto repercutirá de manera positiva en el saldo de la cuenta corriente.

#### **3.2.1.4. Tasas de interés**

En las condiciones económicas actuales del país, que son de unas buenas circunstancias, los créditos se han convertido en una fuente primordial para el apalancamiento tanto para personas, como empresas y así superar adversidades financieras y cumplir con sus objetivos.

Dentro de este marco, la política de reducción de tasas de interés aplicada desde septiembre del 2007 hasta octubre del 2008 han permitido que dichas tasas se mantengan estables desde ésta última fecha, lo cual ha generado que la obtención de créditos sea más segura puesto que las condiciones están claras.

Es lo concerniente al cambio del “Instructivo de Tasas de Interés, los rangos de crédito establecidos para los segmentos de Microcrédito se modificaron, además la denominación de los segmentos conocidos como *Comerciales* pasaron a llamarse *Productivos*, y se crea un nuevo segmento, *Productivo Empresarial*.” (Banco Central del Ecuador, 2014)

En lo que compete a la empresa Milenium Merchandise, ésta se encuentra con créditos vigentes, que han sido otorgados por las IFIs dentro del segmento

“Productivo PYMES”, lo que implica que la tasa activa referencial sería el 11.10%, que es la cuarta más baja, de acuerdo a lo publicado por el BCE

**TASA DE INTERÉS ACTIVAS EFECTIVAS REFERENCIALES**  
Porcentajes, Febrero 2014 – 2015

Segmento	feb-14	mar-14	abr-14	may-14	jun-14	jul-14	ago-14	sep-14	oct-14	nov-14	dic-14	ene-15	feb-15
Productivo Corporativo	8.17	8.17	8.17	7.64	8.19	8.21	8.16	7.86	8.34	8.13	8.19	7.84	7.41
Productivo Empresarial	9.53	9.53	9.53	9.46	9.54	9.65	9.68	9.64	9.64	9.52	9.63	9.53	9.48
Productivo PYMES	11.20	11.20	11.20	11.08	11.28	11.26	10.97	11.32	11.22	10.99	11.19	11.18	11.10
Consumo	15.91	15.91	15.91	15.96	15.99	15.98	15.95	15.96	15.97	15.96	15.96	15.97	15.98
Vivienda	10.64	10.64	10.64	10.92	10.89	10.81	10.83	10.74	10.73	10.72	10.73	10.71	10.77
Microcrédito Minorista	28.82	28.82	28.82	28.40	28.54	28.53	28.44	28.51	28.24	28.47	28.57	29.08	29.35
Microcrédito Acumulación Simple	25.20	25.20	25.20	25.00	25.08	25.08	25.03	25.03	24.90	25.12	25.16	25.41	25.26
Microcrédito Acumulación Ampliada	22.44	22.44	22.44	22.15	22.16	22.24	22.49	22.40	22.14	22.42	22.32	22.84	23.80

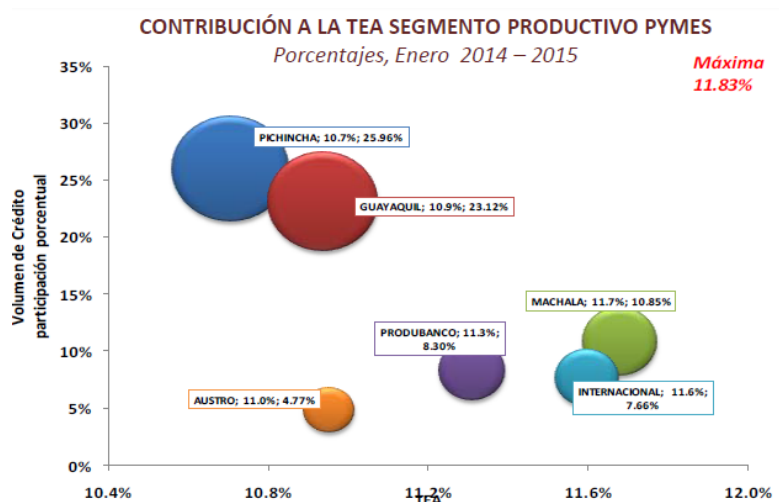
**FIGURA No. 19 Tasas activas por segmento**

**Elaborado por:** Dirección de Estadística Económica

**Fuente:** (Banco Central del Ecuador, 2015, pág. 86)

Sin embargo, las entidades bancarias aplican la tasa activa máxima que implica que el costo financiero para el caso del sector productivo PYMES sea considerado elevado, además la empresa tiene distintos créditos.

De manera general el mercado bancario en cuanto se refiere a la otorgación de créditos, se encuentra liderado por Banco Pichincha con un 25,96%



**FIGURA No. 20 Contribución a la TEA**

**Elaborado por:** Dirección de Estadística Económica

**Fuente:** (Banco Central del Ecuador, 2015, pág. 89)

Es por ello que la presente investigación se encamina a considerar fuentes alternativas de financiamiento, para reducir el impacto del costo financiero, que se expresa a través de las tasas de interés.

### **Connotación Gerencial**

En el Ecuador se puede considerar que existen altas tasas activas de interés por lo que se genera un margen de intermediación financiera muy elevado debido a que las tasas pasivas son mínimas al momento de invertir o ahorrar, es por eso que este indicador representa una amenaza a la empresa que opta por invertir porque los costos financieros son muy onerosos; y también genera fuga de capitales a largo plazo en el país.

Por tanto, como parte del análisis de señales de alerta del riesgo soberano, que se expresa que las altas tasas de interés generan una alerta roja de que el riesgo se incrementa, para la investigación, éste factor tiene un impacto alto, puesto que las tasas de interés permiten motivar que la empresa busque fuentes de financiamiento alternativas y menos costosas.

#### **3.2.1.5. Riesgo País**

Puesto que el riesgo país es considerado como una medida para conocer las posibilidades de seguridad de una economía, para la inversión extranjera; se puede expresar que el Ecuador ha contado con múltiples variaciones de este indicador.

Durante el año 1999, el valor del riesgo país se ubicó en 3327 puntos, mientras que posterior a la dolarización adoptada por el país, éste factor fue de 779 puntos para el 2003, es decir disminuyó considerablemente ya que a la nación se le consideró como un lugar menos riesgoso para las inversiones, estas perspectivas se mantuvieron durante casi cuatro años entre 600 y 900 puntos.

Un drástico cambio se suscitó a finales del 2008, mes en el cual se vencía el plazo del periodo de gracia para el pago de intereses de los bonos Global 2012 así como se debía pagar los intereses de los bonos Global 2015, la percepción de una economía insegura se incrementó y cuya consecuencia en el riesgo país para el año 2008 fue de 4731 puntos.



En las condiciones actuales, el país cuenta con una percepción de mayor seguridad en la economía lo cual ha hecho que el riesgo país fluctúe entre 350 y 600 puntos, lo cual hace al país atractivo para las inversiones extranjeras.

Adicionalmente, y para un mejor análisis, es necesario considerar las Reservas Internacionales, que son los recursos que dispone un país para afrontar los pagos de sus bienes importados así como de los pagos de su deuda, puesto que este factor también se considera por parte de la Inversión Extranjera, es por ello que se lo incluye en el rubro de Riesgo País.

En el caso del Ecuador, para el año 2013, se registró un incremento de USD 1.878 millones con relación al 2012, que se generó por un mayor movimiento de depósitos del sector público; cabe mencionar que para diciembre del 2014 el valor del saldo de dichas reservas fue de USD 3.949,1 millones. A continuación se presenta el gráfico donde se visualiza los valores promedio de las Reservas Internacionales:



**FIGURA No. 21 Reservas Internacionales**

**Elaborado por:** Dirección de Estadística Económica

**Fuente:** (Banco Central del Ecuador, 2015, pág. 86)

En lo que respecta al análisis del riesgo soberano, éste nos indica alerta cuando las Reservas Internacionales son menores a tres meses de importaciones, por tanto es necesario calcular dicho valor por un trimestre para el caso del 2014.

Puesto que el valor de las importaciones durante el 2014 alcanzó los USD 26.459,3 millones, un promedio mensual corresponde a USD 2.204,94 millones.

Entonces (USD 2.204,94 millones \* 3 meses) = 6.614,8

Ya que el saldo de las Reservas Internacionales para el 2014 registró un valor positivo promedio de USD 5.010,5 millones; sin embargo dicho valor es menor al valor de un trimestre de las importaciones.

### **Connotación Gerencial**

Este indicador nos da a notar que el Ecuador puede tener inconvenientes económicos porque las reservas monetarias son menores a la referencia establecida, lo cual es una señal de riesgo soberano lo que directamente implica afectación a la economía interna que conlleva a empresas y consumidores. Por ende representa una Amenaza pues limita la generación de inversión, cabe mencionar que el impacto que se produce por parte de este rubro se le puede considerar como medio ya que tiene una afectación indirecta en el entorno de la empresa.

#### **3.2.2. Ambiente Político – Legal**

Este factor es relevante comentar, ya que luego de una etapa de inestabilidad política, en el que ningún presidente electo entre 1996 y 2006 logró culminar el período de gobierno; aparece una nueva tendencia política, que se manifiesta en la conformación del movimiento Alianza País que arriba al poder, a través de su máximo expositor y actualmente presidente de la República, el Eco. Rafael Correa Delgado.

El movimiento verde logra consolidarse gracias a sus ideas de transformación, que se reflejaron en la instalación de la Asamblea Constituyente (2007-2008) que promulgó una nueva constitución para el Ecuador, la vigésima en la historia republicana del país, cuya finalidad es la apertura progresiva para poner fin al neoliberalismo.

La nueva tendencia política denominada por sus promotores como la “Revolución Ciudadana” se encamina a la reestructuración del sistema político, dar

por terminado el dominio de partidos políticos tradicionales que se los denomina como la “partidocracia”, realizar una redistribución de la riqueza, mejores condiciones de vida para el pueblo y así alcanzar el Buen Vivir, que se postula como el plan para obtener el resto de objetivos que se han determinado, todo ello gracias al gran respaldo popular con el que se contaba.

Hoy en día las condiciones legales, fruto de las políticas implementadas por el gobierno de turno, han sido cambiantes, es por ello que en nuestro país ha sido considerado como una nación con inseguridad jurídica, puesto que de un día a otro se modifican los aspectos jurídicos para diferentes campos, principalmente en lo económico.

En este ámbito, en el campo del comercio exterior en el cual se desenvuelve la empresa se han dado cambios significativos de aspecto legal, como resultado de la política comercial que se enmarca en el Objetivo 8 del Plan Nacional del Buen Vivir 2013 – 2017 “Consolidar el sistema económico social y solidario, de forma sostenible”.

El mencionado objetivo implica “lograr la transferencia de tecnología de las importaciones y la sustitución de aquellas de baja intensidad tecnológica.” (Secretaría Nacional de Planificación y Desarrollo, 2013), así como de “Establecer requisitos de desempeño a los incentivos, como la contratación plurianual que promueva la inversión privada orientada a la sustitución de importaciones...” ello dentro del sub objetivo 8.2 “Consolidar el papel del Estado como dinamizador de la producción y regulador del mercado”.

Otro de los sub objetivos enmarcados dentro de este ámbito es el 8.5 “Afianzar la sostenibilidad de la balanza de pagos”, en su literal d) “Planificar e implementar restricciones y desincentivos regulatorios a importaciones.”

Es por ello que en noviembre del 2013, el Comité de Comercio Exterior (COMEX) emitió la Resolución 116, la misma que contiene la nómina de productos que están sujetos a controles previos de importación; ésta normativa aplica para 293 sub partidas arancelarias, que se incrementan a 308, con la emisión de la Resolución

No. 3 de enero del 2014, que expresa “Modificar el Anexo 1 de la Resolución 116 del COMEX...” (COMEX, 2014), en donde se añaden 15 sub partidas.

### **Connotación Gerencial**

Al haber analizado el factor político – legal, en lo que respecta a las señales de alerta en el análisis de riesgo soberano, se puede considerar que el nivel de afectación es medio, ya que existe un dominio por parte de la tendencia política afines al gobierno de turno, por lo cual las decisiones que tomen las autoridades van a ser apoyadas ya que tienen la mayoría en la Asamblea Nacional, por lo cual se puede expresar que esta es una amenaza para la empresa, ya que las decisiones políticas pueden tener un afectación al entorno económico de la empresa, puesto que es en la Asamblea donde se desarrolla el marco jurídico que rige al país.

### **3.2.3. Ambiente Socio - Demográfico**

Para este factor es necesario conocer que la PEA<sup>14</sup> corresponde a “Personas de 15 años y más que trabajaron al menos 1 hora en la semana de referencia o aunque no trabajaron, tuvieron trabajo (empleados); y personas que no tenían empleo pero estaban disponibles para trabajar y buscan empleo (desempleados).” (Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, 2014), así como que los empleados adecuadamente son aquellos que durante la semana han percibido ingresos iguales o superiores al salario mínimo así como han laborado 40 horas o más; mientras que los subempleados corresponden a características contrarias a las ya enunciadas.

De acuerdo a las cifras expresadas por el INEC para septiembre 2014, a nivel nacional existen 7.1 millones de personas que se encuentran en la PEA, de lo cual la tasa de desempleo para dicho mes corresponde a 4,67% así como la tasa de subempleo es de 40,87%.

Acotando a esta información y con los datos obtenidos del INEC, la tendencia en lo que respecta al desempleo ha sido de un ligero incremento ya que para diciembre 2013 se cerró con 4.15%.

---

<sup>14</sup> Población Económicamente Activa



**FIGURA No. 22 Tasa de desempleo**

**Elaborado por:** Sistema Vdatos

**Fuente:** INEC

Mientras que para el caso del subempleo la tendencia es decreciente ya que se cerró en diciembre 2014 con 43.8% de acuerdo al gráfico No. 23. Ello nos da una pauta de que la población ha obtenido empleos estables lo que le permite alcanzar un mayor poder adquisitivo.



**FIGURA No. 23 Tasa de subempleo**

**Elaborado por:** Sistema Vdatos

**Fuente:** INEC

Con estos antecedentes, se puede establecer que el desarrollo socio – económico en el país se encuentra sustentado con una política participativa lo que ha propiciado que el desarrollo del país sea sostenible.

### **Connotación Gerencial**

En diciembre del 2014, la tasa de desocupación urbana fue de 4,54% lo que no representa un riesgo soberano para el país porque no supera al 10% pero indica que todavía existe gran número de ecuatorianos inactivos, sin embargo y como se expresó antes, las políticas implementadas han generado una mayor participación de la población en sectores productivos lo cual afecta a las empresas comerciales, industriales, así como a las familias del país porque permiten reducir la pobreza y delincuencia que afecta a toda la sociedad en general.

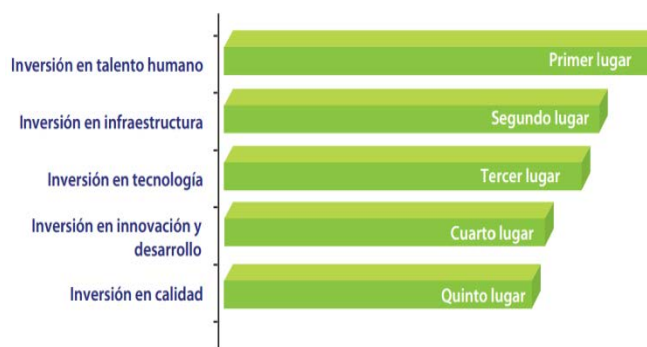
#### **3.2.4. Ambiente Tecnológico**

La tecnología en la actualidad se constituye en uno de los factores más relevantes para las empresas, conjuntamente con la información y comunicación que se la han denominado TICs, son en la actualidad un motor para las organizaciones que pretenden desarrollarse y ser más que nada competitivas en el mercado.

Específicamente en lo que corresponde a tecnología, las empresas destinan a este rubro un alto porcentaje después de la inversión en talento humano e infraestructura, de acuerdo a lo que se expresa en el Reporte Global de Competitividad 2013-2014, publicado por el World Economic Forum (WEF), este reporte realiza un análisis de los factores que determinan la competitividad de las economías a nivel mundial, considerando 148 países, y de esta manera ubicando a cada uno en un ranking de desempeño que es determinado por el Índice de Competitividad Global (ICG) calculado por el WEF.

Para el caso del Ecuador, “...el país mejoró su posición en 15 puestos comparado con el año anterior, ubicándose en el puesto 71 de entre 148 economías.” (Deloitte, 2013)

En lo que respecta a las empresas, éstas están de acuerdo de que la tecnología es un factor trascendental, lo que se evidencia en el siguiente cuadro:



**FIGURA No. 24 Factores para ser competitivos**

**Elaborado por:** Deloitte

**Fuente:** (Deloitte, 2013, pág. 4)

El proceso para que el país se innove a un nivel tecnológico está en marcha ya que de acuerdo al Reporte de WEF, la capacidad tecnológica del Ecuador ha tenido leves mejoras en lo que respecta a los campos de absorción de tecnología a nivel empresarial, lo cual coloca al país del puesto 101 en el año 2012 al puesto 87 para el 2013; así también otro indicador es la disponibilidad de tecnologías de última generación que pasó del 102 a estar en el 2013 en el 89, finalmente la inversión extranjera directa (IED) y transferencia tecnológica presentó un leve incremento de 7 puestos, pasando del puesto 120 al 113.

### **Connotación Gerencial**

En cuanto se refiere al factor tecnológico, el impacto que genera es alto ya que afecta de manera directa en el entorno de la empresa, y ello le permite ser mucho más competitiva en su industria, así como se puede considerar como una oportunidad que se debe aprovechar para obtener un mayor mercado además de incursionar en una industria diferente que le permita a la empresa diversificar su participación y así llegar a consolidarse.

### **3.3. Análisis Microambiente**

Puesto que el microambiente implica todo lo que ocurre al interior de la organización, para poder analizar éste, se procede a utilizar las metodologías de las cinco fuerzas de Porter, así como el análisis y matriz FODA.

### **3.3.1. Análisis de las Cinco Fuerzas de Porter**

Esta metodología permite formular estrategias para que la organización sea mucho más competitiva en el mercado, a partir de conocer la estructura de la empresa y así se alcance un posicionamiento estratégico efectivo.

Para el caso de la empresa Milenium Merchandise, éste análisis le permitirá reformular parte de sus estrategias en el mercado en donde opera, así como de fortalecer otras estrategias que ha implementado y le han ayudado a ser competitiva y ser reconocida en su industria.

#### **3.3.1.1. Rivalidad entre competidores existentes**

Considerando que este factor permite conocer la capacidad que tiene la empresa para captar mayores clientes, se puede expresar que el factor diferenciador de Milenium Merchandise, se encuentra en su capacidad de diversificación de sus productos que implica el stock de los mismos.

Desde una perspectiva mucho más amplia en cuanto se refiere a la competencia en el mercado de artículos promocionales, el análisis que se realizará, será de una manera muy general ya que es necesario precautelar los intereses de la empresa.

Es así que para este campo de la promoción corporativa lo fundamental son las relaciones públicas, puesto que de ello depende que la comunicación de cada una de las empresas con su público sea sostenida en el tiempo, además de fortalecer el vínculo que se genera.

En este sentido, para mantener dicho vínculo, las organizaciones deben implementar instrumentos que les permita escuchar, informar así como de persuadir a su público para lograr una fidelidad de consumo (empresas comerciales y de servicios) o de apoyo en acciones (empresas fin social o públicas).

Adicionalmente se puede expresar que la comunicación que se genera, permite crear una buena imagen de la organización y así evitar acontecimientos desfavorables o rumores. Es decir que se influye de manera positiva en las actitudes hacia la empresa, sus productos o servicios y las políticas que se enuncien.

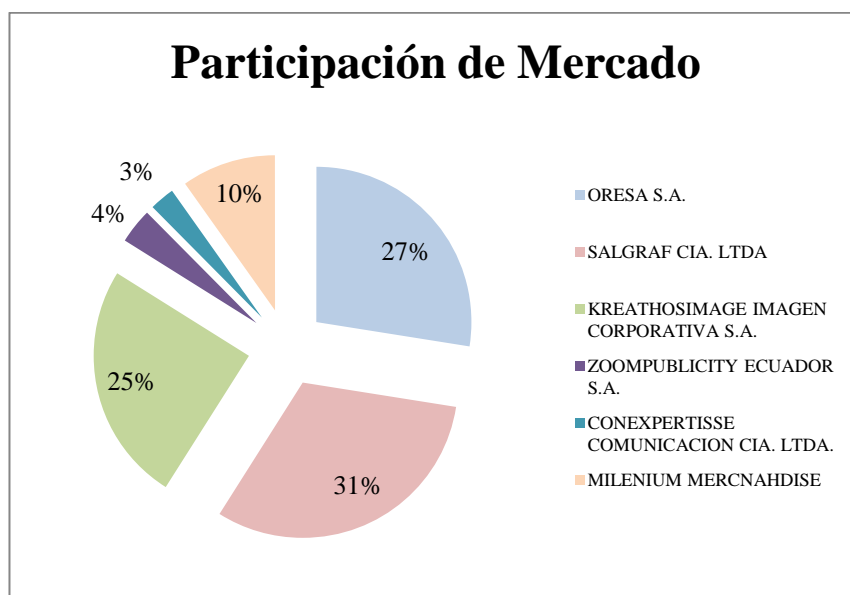


Para poder conocer el panorama de la competencia en el sector del merchandising corporativo, se analizará de una manera muy general las principales empresas competidoras de Milenium Merchandise así como su participación en el mercado.

**Cuadro 6**  
**Principales Competidores**

Empresa	Características
<b>ORESA S.A. (23 años)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Es la empresa más antigua del mercado.</li> <li>• Cuenta con una amplia gama de productos.</li> <li>• Posee un gran número de clientes.</li> <li>• Dispone con un amplio departamento de ventas.</li> </ul>
<b>SALGRAF CIA. LTDA (7 años)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Líder en el mercado del merchandising corporativo.</li> <li>• Dispone de un abanico de alternativas en sus productos.</li> <li>• Cuenta con una diversificación de su línea de negocio.</li> <li>• Posee una amplia maquinaria.</li> </ul>
<b>KREATHOSIMAGE IMAGEN CORPORATIVA S.A. (6 años)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Dispone de una línea de personalización en sus productos.</li> <li>• Brinda servicios comunicacionales.</li> <li>• Presta servicios de publicidad mediante vallas, señalética, rotulación y papelería.</li> </ul>
<b>ZOOMPUBLICITY ECUADOR S.A. (4 años)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Es la empresa más joven en el mercado.</li> <li>• Cuenta con servicio de bordado y serigrafía.</li> </ul>
<b>CONEXPERTISSE COMUNICACION CIA. LTDA. (6 años)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Se alinean mayormente al ámbito de agencia de publicidad.</li> <li>• Se ajustan a los requerimientos del cliente, tanto para servicios así como para bienes.</li> </ul>

**Fuente:** Milenium Merchandise



**FIGURA No. 25 Participación de Mercado**

**Fuente:** Milenium Merchandise y Superintendencia de Compañías

### **Connotación Gerencial**

Puesto que el sector del merchandising corporativo es muy amplio, se puede considerar que la rivalidad entre competidores tiene un impacto medio, ya que muchas de estas empresas desarrollan alianzas para poder sustentar las necesidades de sus clientes, así como también brindar las mejores alternativas, para mantener la fidelidad del cliente.

#### **3.3.1.2. Amenaza de nuevos aspirantes**

Considerando que el mundo de la publicidad es muy grande, la presencia de nuevos aspirantes, que se convertirían en competencia, se puede considerar aceptable ya que Milenium Merchandise ha logrado captar un gran mercado, gracias a sus fortalezas, que serán descritas más adelante.

Es así que la presión que se pueda ejercer en cuanto se refiere a nivel competitivo en costos (economía de escala), no afecta a la empresa, ya que cuenta con una gran diversificación de artículos y un gran volumen de stocks lo cual permite generar una distribución de mejor manera de los costos, así como la capacidad que disponen sus administradores para enfrentar dichas situaciones y tomar las decisiones

más acertadas para evitar que el mercado pueda ser ocupado por potenciales competidores.

Además como ya se expresó, en este sector es importante considerar las relaciones públicas que se susciten con los distintos niveles corporativos de todo tipo de empresas para que se pueda llegar a considerar futuros contratos de abastecimiento de productos publicitarios, lo cual, puede llegar a ser algo complicado si no se cuenta con la capacidad y el prestigio que se debe a los años de experiencia. Así como de un gran capital para invertir en este sector.

Un factor principal para que se generen nuevos aspirantes, en este sector, está en que muchos de los productos que se distribuyen, son fruto de las importaciones ya que aún no existe la capacidad instalada de la industria nacional para fabricar esta clase de artículos, y en este sentido, actualmente las políticas de restricción que se han implementado por el gobierno de turno han causado un desinterés para quienes quieran incursionar en este mercado

### **Connotación Gerencial**

Se puede considerar que el impacto que se genere por la incursión de nuevos competidores, sería baja, ya que como se mencionó, el mercado de la publicidad es muy amplio. Además que existen varias barreras que complican la incursión de nuevos aspirantes a este sector.

#### **3.3.1.3. Amenaza de productos o servicios sustitutos**

En lo que respecta a Milenium Merchandise, este factor es muy importante, ya que los productos que comercializa pueden ser muy fácilmente sustituidos por spots publicitarios en televisión o radio, cabe mencionar que este tipo de alternativa puede ser mucho más costosa. Así como también pueden ser sustituidos por anuncios volantes, vallas publicitarias u otro tipo de propaganda.

Sin embargo, se debe considerar el objetivo que tiene la empresa, con respecto a promocionar sus servicios u otros productos que comercialice, o a su vez implementar estrategias conjuntas, las cuales puedan ser la promoción en medios de comunicación masiva así como de artículos que identifiquen lo que se promocióne.

### **Connotación Gerencial**

En este caso, los sustitutos de los productos promocionales es elevado, ya que existen muchas alternativas de brindar un servicio así como un bien que permita a las empresas darse a conocer a sus consumidores. Cabe mencionar que ello también impacta a todos los que se encuentran en el sector, ya que muchos clientes buscan alternativas innovadoras que les permitan obtener los mejores resultados para cada una de sus empresas.

#### **3.3.1.4. Poder de negociación de los compradores**

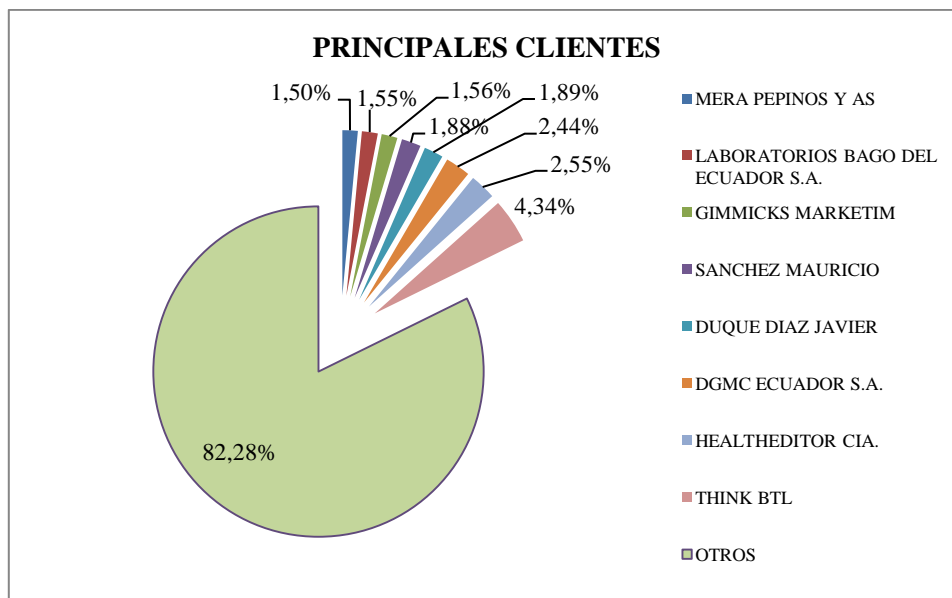
La empresa Milenium Merchandise dispone de un amplio portafolio de clientes, que se encuentran en distintos campos o industrias como son farmacéuticas, petroleras, auditoras, empresas del Estado, del sector de seguros, entidades financieras entre otras así como clientes distribuidores; además dispone de una capacidad a nivel nacional.

Puesto que los productos que se ofertan pueden tener sustitutos, así como existe la posibilidad de que los compradores adquieran productos de la competencia, los compradores son poderosos ya que tienen una influencia negociadora y por ende aplica a los precios de los productos, que en este caso son sensibles a la presión que se ejerza por parte de los compradores. Además que para los compradores, los productos que se ofertan por parte de Milenium Merchandise pueden constituir una pequeña proporción de sus gastos o costos.

Considerando que un segmento de mercado son distribuidores, estos también pueden ejercer un gran poder de negociación ya que en su caso pueden influir en las decisiones de compra de los clientes finales, sin embargo una solución que se puede constituir a este campo, es que la empresa realice las ventas directas a los consumidores finales. En este ámbito Milenium Merchandise cuenta con esta capacidad, ya que ha establecido sus ventas en segmentos de al por mayor y al retail.

A continuación se presentan los principales clientes con los que cuenta Milenium Merchandise, cabe mencionar que como se expresó, la empresa tiene un amplio

portafolio de clientes, lo cual genera que la mayor parte de los mismos, se encuentren catalogados en otros.



**FIGURA No. 26 Principales Clientes**

**Fuente:** Milenium Merchandise

### **Connotación Gerencial**

Al conocer que los clientes y sus decisiones tienen un impacto alto en la empresa, ello se considera como una oportunidad para que Milenium Merchandise genere estrategias diferenciadoras de la competencia para poder captar un mayor número de participantes en el mercado y de esta manera ganar mucho más terreno que le permita obtener mayores reconocimientos por su calidad en sus productos.

#### **3.3.1.5. Poder de negociación de proveedores**

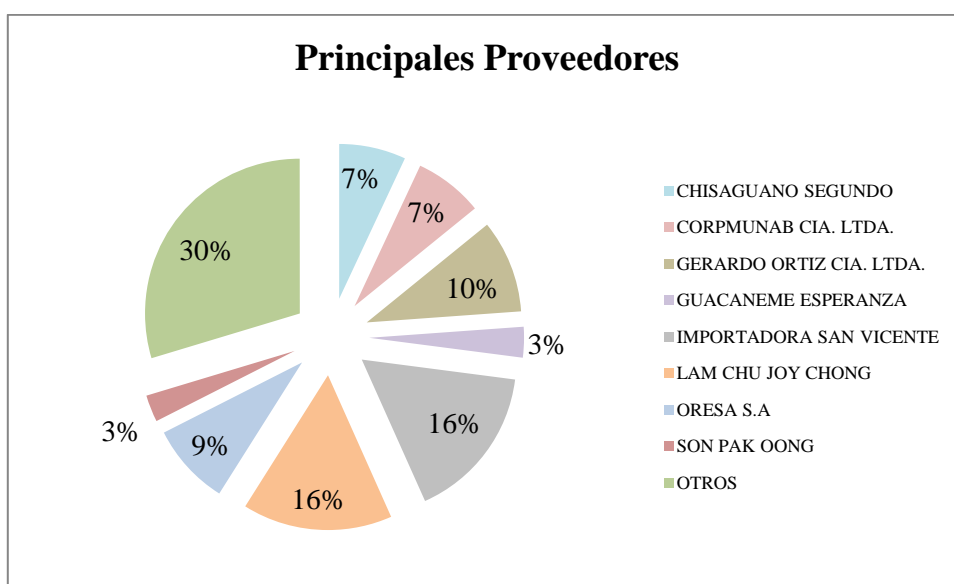
En lo concerniente a Milenium Merchandise, es necesario identificar que sus proveedores deben ser catalogados en dos sectores, que son del exterior y nacionales.

En caso del exterior, existe dos únicos proveedores, que abastecen a Milenium Merchandise durante todo el año, dichos proveedores del exterior son Smart Empire Limited y Leader Innovations Limited, empresas que envían contenedores desde China donde están ubicadas sus fábricas, cabe mencionar que para estar actualizados en el ámbito de la innovación y creatividad, es necesario que un representante de

Milenium Merchandise viaja cada año al país asiático para conocer las novedades que se generan en el mundo del merchandising. Por lo cual, el poder que ejerce este tipo de proveedores es alto, a la vez hay que considerar el factor cambiario que también puede afectar, ya que la tasa de cambio de dólares a yuanes o viceversa, varía anualmente.

En cuanto a los proveedores nacionales, éstos tienen disponibilidad de negociación, puesto que no afectan en gran medida a la empresa, y por el contrario tienen interés en que la compañía obtenga mejores productos para satisfacer las necesidades de sus clientes.

Es así que a continuación se presenta los principales proveedores, cabe mencionar que en éstos se encuentran los proveedores que comercializan todo tipo de artículos promocionales, como son bienes tecnológicos, textiles, de oficina, herramientas así como también aquellos que brindan el servicio de bordado para aquellos productos que requieren ser personalizados con mucho más detalle.



**FIGURA No. 27 Principales Proveedores**

**Fuente:** Milenium Merchandise

### **Connotación Gerencial**

Como se pudo identificar, el poder que ejercen los proveedores, tiene un impacto alto cuando corresponde a los proveedores del exterior, mientras que el impacto es

medio cuando corresponde a los proveedores nacionales, ya que se han trazado alianzas para fortalecer a la empresa y así se genere un desarrollo mutuo entre todos los actores que pertenecen al sector del merchandising corporativo.

### 3.4. Análisis FODA

Considerando que esta metodología permite analizar la situación de la empresa, desde una perspectiva interna así como externa, a continuación se presenta las fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas de Milenium Merchandise.

#### Cuadro 7

##### Análisis FODA Milenium Merchandise

FORTALEZAS		Impacto	OPORTUNIDADES		Impacto
F1	La reputación ganada de la empresa durante 14 años.	Alto	O1	Ampliar las líneas de productos para satisfacer la gama de clientes.	Alto
F2	La compañía cuenta con una base de clientes muy amplia.	Alto	O2	Alianzas con empresas competitivas que permitan ampliar la cobertura de mercado.	Alto
F3	Posee una gran variedad de productos.	Medio	O3	Capacidad para crecer rápidamente debido a los incrementos de la demanda del mercado.	Alto
F4	Cuenta con certificaciones de calidad de sus productos.	Alto	O4	Aperurar hacia nuevos mercados geográficos o segmentos de productos	Medio
F5	Capacidad en ventas por parte de su personal asignado.	Alto			
F6	Planificación oportuna de mercadería a importar.	Alto			
DEBILIDADES		Impacto	AMENAZAS		Impacto
D1	Costos elevados de los productos que no rotaron o no se vendieron durante el año.	Alto	A1	Incremento de las barreras comerciales por las políticas gubernamentales.	Alto
D2	Rentabilidad mínima o nula en servicios que no posee la compañía para ofrecer a sus clientes.	Medio	A2	Ingreso de potenciales competidores en el lugar geográfico de la empresa.	Bajo
D3	Debilidad en el cobro de créditos realizados a clientes.	Alto	A3	Cambio de las necesidades o preferencias del consumidor en relación a los productos que se oferten.	Alto
D4	Limitada imagen corporativa.	Medio	A4	Dependencia de organismos estatales en relación a las importaciones realizadas.	Alto
D5	Ausencia de manuales de procedimientos.	Alto	A5	Variación de la Tasa de inflación	Medio
D6	Manejo inadecuado de recursos económico por parte de los accionistas.	Alto			

**Fuente:** Milenium Merchandise

### 3.5. Matriz FODA

Al haber efectuado el análisis FODA, se reconocen las posibles estrategias que puede implementar Milenium Merchandise para superar las debilidades ayudándose por medio de sus fortalezas así como de evitar las amenazas aprovechando las oportunidades que se generen en el mercado donde opera.

#### Cuadro 8

#### Matriz FODA Milenium Merchandise

		<b>FORTALEZAS</b>	<b>DEBILIDADES</b>
		F1 La reputación ganada de la empresa durante 14 años.	D1 Costos elevados de los productos que no rotaron o no se vendieron durante el año.
		F2 La compañía cuenta con una base de clientes muy amplia.	D2 Rentabilidad mínima o nula en servicios que no posee la compañía para ofrecer a sus clientes.
		F3 Posee una gran variedad de productos.	D3 Debilidad en el cobro de créditos realizados a clientes.
		F4 Cuenta con certificaciones de calidad de sus productos.	D4 Limitada imagen corporativa.
		F5 Capacidad en ventas por parte de su personal asignado.	D5 Ausencia de manuales de procedimientos.
		F6 Planificación oportuna de mercadería a importar.	D6 Manejo inadecuado de recursos económico por parte de los accionistas.
<b>OPORTUNIDADES</b>	O1 Ampliar las líneas de productos para satisfacer la gama de clientes.	Estrategias FO	Estrategias DO
	O2 Alianzas con empresas competitivas que permitan ampliar la cobertura de mercado.		
	O3 Capacidad para crecer rápidamente debido a los incrementos de la demanda del mercado.		
	O4 Abrir hacia nuevos mercados geográficos o segmentos de productos		
<b>AMENAZAS</b>	A1 Incremento de las barreras comerciales por las políticas gubernamentales.	Estrategias FA	Estrategias DA
	A2 Ingreso de potenciales competidores en el lugar geográfico de la empresa.		



A3	Cambio de las necesidades o preferencias del consumidor en relación a los productos que se ofertan.	2	Capacitar al responsable en el manejo de normativas de comercio exterior	2	Elaborar planes de inversión paulatina en maquinaria.
A4	Dependencia de organismos estatales en relación a las importaciones realizadas				
A5	Variación de la Tasa de inflación				

**Fuente:** Milenium Merchandise

## CAPITULO 4

### DIAGNÓSTICO FINANCIERO

#### 4.1. Análisis de Estados Financieros

Dicho análisis permite conocer cómo se encuentra la empresa, en el caso que el análisis sea vertical, corresponde a determinar el peso proporcional que posee cada cuenta en la estructura del estado financiero, y como ha crecido o decrecido la empresa, al momento de realizar el análisis horizontal.

##### 4.1.1. Balance de Situación Financiera

En el Anexo A, se puede visualizar el Estado de Situación Financiera que corresponde a los periodos 2011, 2012 y 2013, cabe mencionar que dicha información fue proporcionada por el área contable de la empresa.

##### 4.1.1.1. Análisis Horizontal

En el Anexo B, se puede encontrar, los cálculos efectuados respecto de las variaciones que se han producido para los periodos 2011-2012 y 2012-2013. En donde se puede conocer que durante el periodo 2011-2012, las cuentas de Activo se han incrementado en un 42%, producto de la elevación de las Cuentas por cobrar así como de Caja-Bancos que se reflejan en el incremento de las Ventas, sin embargo para el siguiente periodo la cuenta que representa la mayor proporción de incremento corresponde al Crédito Tributario ISD en un 278%, puesto que se genera este rubro, consecuencia de las políticas tributarias que se han adoptado y por ende durante el 2012-2013 se ha elevado dicho valor ya que la empresa ha hecho uso de dicho crédito fiscal por las importaciones que efectúa.

Adicionalmente se puede conocer que en ese mismo periodo, en la cuenta de Crédito tributario por compras se ha producido un decremento en un 68%, producto que se han realizado muchas más importaciones que compras locales. Cabe mencionar que otra de las cuentas que se eleva para el periodo 2012-2013, corresponde a Retenciones en la Fuente con un 125%, ya que se ha vendido mayoritariamente a contribuyentes que están obligados a efectuar retenciones de IR,

es decir que llevan Contabilidad; así como también los Inventarios que se incrementan en un 40% producto de mayores compras al exterior.

En cuanto se refiere al Activo fijo, durante el periodo 2011-2012 se incremento en un 56% a consecuencia de la adquisición de equipos de cómputo, sin embargo para el periodo 2012-2013, se produce un incremento mucho mayor que es de 111%, debido a la adquisición de sistemas de software para los equipos de cómputo.

Sin embargo desde una perspectiva mucho más general, se puede conocer que se ha dado un mayor crecimiento en el total Activos durante el periodo 2011-2012 con un 42%, mientras que únicamente se crece en un 25% durante el periodo 2012-2013.

En lo que respecta a los pasivos de la compañía, específicamente en los pasivos corrientes se produce una tendencia creciente, que se traducen en distintas situaciones, ya que para el periodo 2011-2012, las Cuentas y documentos por pagar proveedores tienen un crecimiento del 84%, sin embargo para el siguiente periodo decrecen en 85%, producto de que se han reducido las compras locales; lo contrario ocurre con las Obligaciones con Instituciones Financieras ya que a simple vista se puede identificar que las empresa ha adquirido mayores créditos puesto que se incrementa de 152% para el periodo 2011-2012 a 176% para el periodo 2012-2013.

De hecho, en la cuenta antes descrita, se puede conocer que dicho incremento para el periodo 2012-2013, se produce realmente por la transferencia de la porción corriente de dichos créditos, puesto que las Obligaciones Bancarias a largo plazo pasan de incrementarse en un 154% durante el periodo 2011-2012, a decrecer en un 54% para el periodo 2012-2013.

Al continuar con el análisis de este grupo y la tendencia creciente, que también ocurre en la cuenta de Provisiones con un 89%, producto que se incrementó el personal, así como de empleados que ya están más de un año, lo cual genera la obligación del pago de Fondos de reserva, es por ello que para el próximo periodo no se visualiza un mayor crecimiento, sino únicamente de un 6%, sin embargo una novedad se produce con la cuenta de Obligaciones tributarias, que para el periodo 2011-2012 decrece en un 26% producto que se cancelan dichas obligaciones con el

crédito fiscal consecuencia de las importaciones, que por el contrario, se produce un incremento en un 24% para el periodo 2012-2013 a causa de mayores ventas.

En lo que respecta al pasivo a largo plazo, éste tiene una tendencia decreciente a causa de la porción corriente, como se expresó anteriormente.

En cuanto se refiere al patrimonio, durante el periodo 2011-2012, éste tuvo una tendencia decreciente del 19% que se refleja en un decremento del 51% en la cuenta Reservas de Capital y en la Utilidad Neta con una disminución del 9% debido al incremento de costos y otros rubros, sin embargo para el periodo 2012-2013, la tendencia se vuelve creciente ya que se incrementa de manera general el patrimonio en un 56% a causa de un mayor volumen de ventas y disminución de costos.

#### **4.1.1.2. Análisis Vertical**

En el Anexo C se puede encontrar los cálculos correspondientes a la composición que tiene el Estado de Situación Financiera, con lo cual se puede conocer que en todos los años analizados, el Activo Total se encuentra constituido casi en su totalidad por el Activo Corriente, puesto que durante el año 2011 el Activo Corriente representa el 99,5%, mientras que para el 2012 corresponde a 99,63% y durante el 2013 representó el 99,20% del Activo Total. Por el contrario el Activo Fijo no supera ni el 1% en los mencionados periodos.

Esto se puede entender, debido a que la empresa sustenta su giro del negocio, el cual es la comercialización de bienes muebles; en sus inventarios, puesto que la cuenta de inventarios representa el 41%, 35% y 39% para los correspondientes años 2011, 2012 y 2013.

Es así que otra de las cuentas representativas corresponde a la Caja-Bancos que representan el 32% para los años 2011 y 2012 y el 36% para el año 2013 del total de Activo, lo que podría entender en primera instancia que la compañía tiene una gran liquidez, sin embargo ello se analizará posteriormente. Otra cuenta contable es Cuentas y Documentos por cobrar que constituyen el 15%, 23% y 15% del total de Activos para los años 2011, 2012 y 2013. Tanto las cuentas por cobrar así como las

de efectivo, se ven afectadas por las ventas que tiene la empresa y que se analizará más adelante.

En el caso de los Pasivos, la empresa tiene constituidos en casi proporciones similares tanto para el Pasivo Corriente así como para el Pasivo No Corriente, para el caso del año 2011 y 2012, puesto que para dichos años las mencionadas obligaciones se encuentran compuestas por 42% y 40% para el caso del 2011 así como 50% y 40% para el 2012. Mientras que para el año 2013 la situación varía, ya que el Pasivo Corriente alcanza 73% mientras que el Pasivo no Corriente es de 14%, esta variación se genera debido a que los créditos que ha obtenido la empresa se van convirtiendo a corto plazo.

Cabe mencionar que la deuda con terceros que mantiene la empresa representa el 82%, 90% y 87% para los correspondientes años 2011, 2012 y 2013: es decir, que la diferencia corresponde al aporte de los accionistas así como de los resultados que ha generado la compañía, puesto que es una empresa que se encuentra en marcha y tiene ya una trayectoria en el mercado.

Finalmente para el caso del Patrimonio, éste representa el 18%, 10% y 13% durante los años 2011, 2012 y 2013, como se puede evidenciar, no ha existido mayor aporte por parte de los accionistas puesto que la empresa ha ingresado en una etapa en la cual solo se sustentan de los resultados económicos que se puedan obtener. Es por ello que la cuenta contable que es más representativa corresponde a la Utilidad del ejercicio que es del 8,15% para el 2011, 5,20% para el 2012 y 4,64% para el 2013. Sin embargo ésta cuenta ha ido en decremento debido a los costos y gastos que se han elevado y que posteriormente serán analizados.

#### **4.1.2. Estado de Resultados Integral**

El mencionado Estado Financiero que fue proporcionado por el área contable de la empresa Milenium Merchandise, se lo puede encontrar en el Anexo D y corresponde a los periodos 2011, 2012 y 2013.

#### **4.1.2.1. Análisis Horizontal**

Los cálculos efectuados con respecto a las variaciones de las cuentas contables, para el presente análisis se pueden visualizar en el Anexo E, en este caso se va a examinar los periodos 2011-2012 y 2012-2013.

Esta información permite conocer que los ingresos han ido en incremento, puesto que para el periodo 2011-2012 se incrementó en un 14% mientras que para el periodo 2012-2013 el incremento fue de 23%; puesto que los ingresos de la empresa están compuestos por la comercialización de bienes y prestación de servicios, cabe mencionar que el incremento más representativo se refleja durante el periodo 2012-2013 en la venta de bienes puesto que se elevó a un 24,45% mientras que los servicios solo crecieron en un 0,47%.

Adicionalmente, es necesario acotar que de acuerdo a la información que ha brindado la empresa, respecto de sus estados financieros, principalmente en el Estado de Resultados, se puede identificar que la empresa cuenta con una serie de segmentos de productos, entre los cuales se destaca el grupo de artículos tecnológicos que han mostrado un crecimiento sustancial del 361% para el periodo 2011-2012 y del 134% para el periodo 2012-2013; dentro de este grupo se encuentra los Textiles con crecimiento del 137% y 123% para los periodos 2011-2012 y 2012-2013 respectivamente, finalmente un grupo de artículos que se debe destacar también son los Bolígrafos, el cual ha generado un incremento del 93% para el periodo 2011-2012 y del 74% para el periodo 2012-2013

En cuanto al Costo de Venta no tuvo un crecimiento elevado puesto que ha pasado de un 23% para el periodo 2011-2012 a un 4% de incremento para el periodo 2012-2013, sin embargo es necesario analizar que las cuentas que componen dicho Costo de Venta, han sufrido variaciones importantes, como lo es el Inv. Inicial de mercadería que ha pasado de un 127% para el periodo 2011-2012 a un 20% para el periodo 2012-2013, este menor crecimiento también se relaciona con las importaciones que ha efectuado la empresa ya que varía de un 157% para el periodo 2011-2012 a un 64% para el periodo 2012-2013, ello quiere decir se ha suscitado un

menor crecimiento tanto en importaciones de manera monetaria, así como un crecimiento de manera porcentual.

En el caso de las compras locales, se generó un decremento mucho más elevado ya que pasan de un -12% para el periodo 2011-2012 a un -22% para el periodo 2012-2013; es decir que las compras nacionales han disminuido de manera muy significativa.

Estas variaciones porcentuales, se refleja en el crecimiento del Inv. Final de mercadería que pasa de un 20% para el periodo 2011-2012 a un 40% para el periodo 2012-2013, considerando que se importó en mayor volumen tanto físico como monetario.

En cuanto se refiere a los gastos operativos de la empresa, existe una variación significativa, ya que para el periodo 2011-2012 se genera un incremento del 1,27%, sin embargo para el periodo 2012-2013 dicho incremento se eleva al 73%, en donde las variaciones más representativas para dicho incremento están en el crecimiento de la Promoción y publicidad (672%), suministros y materiales (339%), compra de otros bienes (300%), servicios públicos (252%), lo cual impacta en la utilidad de la empresa.

En el caso de la Utilidad Operacional, para el periodo 2011-2012 se genera un decremento que corresponde al -6%, mientras que para el periodo 2012-2013 se produce un incremento del 14%. Sin embargo se debe analizar el impacto que genera los Gastos Financieros que para el periodo 2011-2012 tienen un decremento del -28% mientras que para el periodo 2012-2013 se produce un incremento del 49%, lo cual implica que la Utilidad antes de impuesto sufra un incremento del 5,19% para el periodo 2011-2012 mientras que para el periodo 2012-2013 se produce un leve incremento del 1,43%. Adicionalmente se afecta también a la contribución de impuestos, que para el periodo 2011-2012 fue un incremento del Imp. Renta en 124%, mientras que para el periodo 2012-2013 se produce un decremento del -4%.

#### 4.1.2.2. Análisis Vertical

La composición de las cuentas respecto del Estado de Resultados Integral y sus cálculos se puede visualizar en el Anexo F, puesto que la empresa Milenium Merchandise se dedica a la comercialización de bienes muebles, sus ingresos en su mayoría se encuentran compuesto por un 96% para los años 2011 y 2012 así como de un 97% para el año 2013; mientras que la prestación de servicios que se expresa en el grabado laser computarizado o pantógrafo, únicamente es del 4% y 3% para los mencionados años.

Además el grupo de artículos que tienen un mayor peso porcentual en los ingresos corresponde a los bolígrafos con un 10,13%; 17,12% y 24,08% para los años 2011, 2012 y 2013 respectivamente, sin embargo existe el rubro de Otros Artículos en el cual, de acuerdo a información de la empresa, se encuentra una serie de artículos que no han sido definidos por específicamente y que tienen un peso estructural del 71,32%; 55,57% y 33,08% para los años 2011, 2012 y 2013; es necesario agregar que es evidente que esta variación ha ido en decremento puesto que los artículos cada vez han sido clasificados dentro de los grupos existentes en la actualidad en la empresa para reducir en algo las complicaciones que se producen en el contero de inventarios, dicha información ha sido proporcionada por los administradores de la empresa.

En cuanto se refiere al Costo de Venta, éste representa un 63%, 68% y 57% para los años 2011, 2012 y 2013 respectivamente. Cabe resaltar que las cuentas que son importantes en éste rubro corresponde a las compras locales que representan 58%, 45% y 28% así como las importaciones que son 11%, 25% y 33% para los correspondientes años 2011, 2012 y 2013.

Es por ello que en cuanto se refiere a la Utilidad Bruta, ésta constituye un 37% para el 2011, 32% para el 2012 y 43% para el 2013 de los ingresos totales lo cual podría implicar que se tengan buenos resultados sin embargo hay que analizar que los gastos operativos, representan un 30,72% en el 2011, 27,24% en el 2012 y 38,22% en el 2013; lo que implica que han crecido como se expresó en el análisis horizontal, es por ello que el resultado que se refleja en la Utilidad Operativa



constituye un 6,15%, 5,05% y 4,68% de los ingresos totales para los años 2011, 2012 y 2013.

#### **4.1.3. Estado de Flujos de Efectivo**

Considerando que este Estado Financiero, fue de reciente implementación debido a la adopción de las NIIF<sup>15</sup> en nuestro país, que se expresó mediante resolución de la Superintendencia de Compañías en el cual se expide el Reglamento que establece la información y documentos que están obligadas a remitir a la Superintendencia de Compañías, las sociedades sujetas a su control y vigilancia, en su Art. 3, literal a) subliteral a.1 que indica “...Compañías que se encuentran obligadas a presentar su información financiera conforme al Cronograma de Aplicación de las Normas Internacionales de Información Financiera “NIIF”: Estado de Situación Financiera, Estado del Resultado Integral que incluye otros resultados integrales, **Estado de Flujos de Efectivo**, Estado de Cambios en el Patrimonio, Notas a los Estados Financieros...” (Superintendencia de Compañías, 2011, pág. 4)

Con lo cual Milenium Merchandise presentó la información requerida al ente de control y que se encuentra en el Anexo G, cabe mencionar que de acuerdo a lo solicitado por las autoridades competentes, dicha información se desarrollada bajo el método directo. Sin embargo para un mejor análisis de acuerdo a las actividades que se desarrollan, se ha procedido a ordenar el Estado de flujos y ello se puede conocer en el Anexo H.

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

Para este caso, los cálculos de las variaciones del periodo 2012-2013 se pueden encontrar en el Anexo I, es por ello que se puede conocer que las variaciones en cuanto se refiere a las actividades de operación han crecido en un 40%, que implica las siguientes variaciones significativas que son: intereses pagados que han crecido en un 50% al igual que pago a proveedores así como pago a y por cuenta de empleados que en ambos casos se han elevado en un 35%, mientras que ha disminuido los impuesto a las ganancias pagados que decrece en un -31%.

---

<sup>15</sup> Normas Internacionales de Información Financiera

Mientras en lo que se refiere a las actividades de inversión y financiamiento, la empresa no genera movimientos, lo cual determina únicamente el crecimiento del 40% antes mencionado por las actividades operativas.

Desde otra óptica, al analizar el mismo Estado de Flujos para el periodo 2012-2013, se puede conocer que en lo que compete a las ganancias antes de participación trabajadores e imp. Renta, éste ha crecido en un 1,43%, mientras que las partidas que distintas de efectivo han decrecido en un -71%.

En cuanto se refiere a las partidas que provienen del ESF, las variaciones que se generan están de manera positiva en la variación en beneficios empleados con un 255% así como la variación en cuentas por pagar comerciales en 66%, por el contrario, de manera negativa dichas fluctuaciones corresponden a variaciones en inventarios con -338% así como de otros pasivos con un -93%

#### **4.1.3.2. Análisis Vertical**

Para poder conocer los cálculos de la estructura de éste análisis, se puede encontrar en el Anexo J, para lo cual únicamente el EFE que se considerará corresponde a partir de la cuenta Ganancia (pérdida) antes de 15% a trabajadores e impuesto a la renta.

Por lo tanto para el año 2012, la partida de mayor influencia para obtener flujos operativos corresponde a las variaciones generadas en los activos y pasivos que constituyen un 65% y dentro de éstos principalmente las cuentas por pagar comerciales con un 80%, otra partida que es significativa corresponde a los resultados obtenidos sean éstos ganancias o pérdidas que representan un 28% respecto de los flujos generados. Similares características ocurren para el año 2013, en donde los cambios en activos y pasivos representan un 78% de los flujos generados, y dentro de ésta partida las variaciones de las cuentas por pagar comerciales constituyen un 94% así como las variaciones en beneficios empleados que forman un 29% de los flujos de efectivo y finalmente la partida de ganancia (pérdida) antes de 15% trabajadores e imp. Renta que constituye un 20% de dichos flujos.

#### **4.2. Identificación y cálculo directo de los Activos fuera de explotación**

Para este caso es necesario partir que un activo “es un recurso controlado por la entidad como resultado de sucesos pasados, del que la entidad espera obtener, en el futuro, beneficios económicos.” (IASB, 2010, pág. 2) (IASB, Marzo 2004, pág. 3), y en el caso de la expresión fuera de explotación significa que son improductivos, por lo cual no aporta un beneficio y/o productividad a la empresa, y es necesario identificarlos para que la administración pueda tomar acciones.

En el caso de la empresa Milenium Merchandise, dentro del análisis que se ha realizado a sus Estados Financieros en los Anexos B y C, se ha considerado que todos los activos que dispone son productivos ya que se espera obtener beneficios económicos.

#### **4.3. Análisis de la evolución de las inversiones y financiación de la empresa**

La empresa Milenium Merchandise durante los periodos del 2011 al 2013, no dispone de inversiones externas, y de acuerdo a lo que se ha consultado con los administradores de la empresa, su inversión es interna y se encuentra reflejada en sus inventarios que según se conoce en el análisis estructural representa el 41%, 35% y 39% para los periodos 2011, 2012 y 2013 respectivamente y su crecimiento ha sido del 20% para el periodo 2011-2012 y del 40% para el periodo 2012-2013

En cuanto a su financiamiento, Milenium Merchandise en lo que compete a financiamiento con terceros, durante el periodo 2011 al 2013 si ha requerido dicha financiación ya que ha ido en crecimiento siendo del 152% para el periodo 2011-2012 y del 176% para el periodo 2012-2013, cabe mencionar que dicho incremento corresponde únicamente a los créditos con IFIs a corto plazo así como a la porción corriente de los créditos vigentes a largo plazo.

Es decir que la compañía tiene una dependencia con las Instituciones financieras del país, puesto que en el caso del largo plazo ha generado un incremento del 154% durante el periodo 2011-2012, mientras que se ha generado un decremento del 54% para el periodo 2012-2013, sin embargo dicha variación se refleja en el incremento de la porción corriente mencionada en el párrafo anterior.

En cuanto a un financiamiento por parte de sus accionistas, se puede concluir que no se ha producido de manera directa, ya que no se refleja ningún incremento en el aporte de los socios, sin embargo se puede conocer que existen reservas patrimoniales, y no se han distribuido dividendos, por lo cual se pudo conocer que dichas reservas permitirán incrementar el aporte al capital social por parte de sus accionistas, de acuerdo a lo que se ha consultado.

#### 4.4. Administración del working capital

El working capital o Capital de Trabajo es “una medida del grado en que las empresas están protegidas contra problemas de liquidez.” (Van Horne & Wachowicz, 2002, pág. 210), se puede conocer su valor contable, en la diferencia entre el activo y pasivo corriente.

Para el caso de la empresa Milenium Merchandise, los activos corrientes se expresan a continuación:

	AÑO 2011	AÑO 2012	AÑO 2013	ANALISIS VERTICAL		
				2011	2012	2013
<b>Activos</b>						
<b>Activo Corriente</b>						
Caja - Bancos	55.359,01	76.713,36	107.682,55	32%	32%	36%
Cuentas y Documentos por cobrar cli	26.383,20	55.635,49	45.832,88	15%	23%	15%
Crédito Tributario IVA en compras	13.328,41	16.583,09	5.326,68	8%	7%	2%
Crédito Tributario ISD	-	3.596,25	13.584,96		1,48%	4,48%
Retenciones en la fuente	4.745,49	4.737,14	10.644,08	2,78%	1,95%	3,51%
Inventarios	<u>70.245,00</u>	<u>84.244,29</u>	<u>117.558,00</u>	41%	35%	39%
<b>Total activos corrientes</b>	170.061,11	241.509,62	300.629,15	99,50%	99,63%	99,20%

De esta manera se puede conocer que los activos corrientes representan un 99,50%, 99,63% y 99,20% para los periodos 2011, 2012 y 2013 respectivamente, además que el rubro de mayor peso, corresponde a los Inventarios, puesto que como Milenium Merchandise es una empresa comercial, su inversión se encuentra reflejada en esta cuenta contable; es decir que si la empresa presenta inconvenientes en algún momento, puede tardar en obtener liquidez inmediata para mantener sus operaciones, cabe mencionar que este análisis se realizará posteriormente.

Mientras que en los pasivos corrientes se reflejan a continuación:

Pasivos	AÑO 2011	AÑO 2012	AÑO 2013	ANALISIS VERTICAL		
				2011	2012	2013
<b>Pasivo Corriente</b>						
Cuentas y Doc. por pagar proveedores	42.590,19	78.213,17	11.382,99	25%	32%	4%
Obligaciones con Instituciones Fina	9.596,77	24.230,96	66.775,18	6%	10%	22%
Obligaciones Tributarias	13.863,62	10.277,38	12.719,04	8%	4%	4%
Obligaciones con trabajadores	3.065,98	3.224,96	3.271,14	1,79%	1,33%	1,08%
Provisiones	2.182,42	4.121,39	4.389,06	1,28%	1,70%	1,45%
Cuentas y Doc. por pagar del exterior	-	-	122.666,37	0%	0%	40%
<b>Total Pasivo corriente</b>	71.298,98	120.067,86	221.203,78	42%	50%	73%

En donde se puede conocer que dichos pasivos corrientes representa un 42%, 50% y 73% del total de activos. Además el rubro que mayor peso presenta son las Ctas. por pagar proveedores con una participación estructural del 25% y 32% para el caso de los periodos 2011 y 2012, mientras que para el periodo 2013 el mayor rubro son las Cuentas por pagar al exterior con una participación del 40% debido a la última importación que no pudo ser cancelada debido a los inconvenientes con las importaciones que generó los cambios en las políticas comerciales del exterior.

Como se mencionó la dependencia que tiene la empresa con las IFIs, es uno de los factores que sustentan este estudio, para que se pueda obtener un capital fresco distinto del sistema financiero.

#### 4.5. Análisis de Ratios financieros

Es necesario considerar que los ratios financieros, se constituye en una parte integrante del diagnóstico financiero de una empresa para conocer cómo se encuentra financieramente tanto de manera individual así como en el sector donde opera. En esta instancia, la base para poder generar esta información corresponde a los Estados Financieros que muestran las cifras históricas.

Es por ello que los ratios “son índices, razones, divisiones, que comparan dos partidas de los estados financieros.” (Tanaka, 2005, pág. 319)

Estos ratios se pueden dividir en: indicadores de liquidez, indicadores de solvencia, indicadores de rentabilidad e indicadores de gestión.

Por tanto para el caso de la empresa Milenium Merchandise, se procede a realizar los cálculos correspondientes, considerando únicamente el último ejercicio económico, que en este caso es el 2013.

#### 4.5.1. Ratios de Liquidez

De acuerdo a los conceptos que se expresan, la liquidez compete el hacer frente a las obligaciones, desde el concepto de un autor se puede expresar que la liquidez es “la capacidad que tiene la empresa de generar los fondos suficientes para el cubrimiento de sus compromisos de corto plazo, tanto operativos como financieros.” (García, 2009, pág. 9)

Sin embargo, como se mencionó el análisis financiero implica muchas variables, para este caso únicamente se conocerá los ratios que competen a la liquidez y que se expresan a continuación:

#### Cuadro 9

##### Razón Corriente

Indicador	2011	2012	2013
<b>Razón corriente</b>	RC= $\frac{170.061,11}{71.298,98}$	RC= $\frac{241.509,62}{120.067,86}$	RC= $\frac{300.629,15}{221.203,78}$
RC= $\frac{\text{ActivoCorriente}}{\text{PasivoCorriente}}$	RC= 2,39	RC= 2,01	RC= 1,36

**Fuente:** Milenium Merchandise

#### Interpretación

Es decir que por cada dólar de deuda, la empresa dispone de USD 2,39; USD 2,01 y USD 1,36 para cancelarla para los años 2011, 2012 y 2013 respectivamente; es decir que dicha liquidez ha ido en decremento, puesto que el crecimiento del Pasivo corriente es superior al del Activo corriente, lo que implica que se ha contraído mayor deuda con terceros.

**Cuadro 10****Prueba Ácida**

<b>Indicador</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>Prueba Ácida</b>			
PA= $\frac{\textit{Activo Corriente} - \textit{Existencia}}{\textit{Pasivo Corriente}}$	1,40	1,31	0,83

**Fuente:** Milenium Merchandise

**Interpretación**

Esta razón se concentra en la parte más líquida de los activos, que en consecuencia determinan que la empresa únicamente dispone de USD 1,40; USD 1,31 y USD 0,83 para cubrir cada dólar de deuda para los años 2011, 2012 y 2013 respectivamente; como es evidente, dicho indicador ha decrecido.

Es decir que la empresa cuenta con los recursos necesarios para cancelar sus obligaciones en el corto plazo al restar los activos que necesitan de un tiempo mayor para transformarse en líquidos, como son los inventarios hasta el año 2012, sin embargo, para el 2013 la empresa afrontó una probable dificultad ya que su estructura financiera se basa mayormente en las existencias que disponga puesto que es una empresa del sector comercial y durante dicho año no contó con lo mínimo para cubrir esas obligaciones.

**Cuadro 11****Capital de Trabajo**

<b>Indicador</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>Capital de trabajo</b>			
CT= $\textit{Activo Corriente} - \textit{Pasivo Corriente}$	CT= 170.061,11 - 71.298,98 CT= 98.762,13	CT= 241.509,62 - 120.067,86 CT= 121.441,76	CT= 300.629,15 - 221.203,78 CT= 79.425,37

**Fuente:** Milenium Merchandise

**Interpretación**

La empresa dispone de las cifras generadas en el cuadro precedente para cubrir sus obligaciones con terceros, en este caso se puede conocer que el 2012 es el año

donde existió mayor disponibilidad, mientras que para el 2013 dicho valor disminuyó considerablemente debido al mayor crecimiento de los pasivos corrientes, es decir de mayor deuda con terceros.

#### 4.5.2. Ratios de gestión o actividad

Para este caso, éstos ratios “midan la efectividad y eficiencia de la gestión, en la administración del capital de trabajo, expresan los efectos de decisiones y políticas seguidas por la empresa, con respecto a la utilización de sus fondos.” (Aching, 2005, pág. 18)

**Cuadro 12**

##### Rotación y promedio de cobranzas de las CxC

<b>Indicador</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>Rotación de las CxC=</b> $\frac{VentaAnualCredito}{CxC}$	7,75	4,20	6,29
<b>Periodo promedio de cobranza=</b> $\frac{360}{RotaciónCxC}$	46,44	85,74	57,21

**Fuente:** Milenium Merchandise

#### Interpretación

Significa que las CxC de la empresa se encontraron circulando 7,75; 4,20 y 6,29 veces en el año, lo que conlleva que la empresa demoró en hacer efectivo sus CxC en alrededor de 46, 86 y 57 días para los años 2011, 2012 y 2013 respectivamente. Como se puede identificar la empresa presenta variación en su promedio de recuperación de la cartera puesto que existen dificultades para poder realizar los cobros, de acuerdo a lo expresado por sus administradores.

**Cuadro 13**

##### Rotación de CxP y promedio de pago

<b>Indicador</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>Rotación de las CxP=</b> $\frac{ComprasAnualCredito}{CxP}$	4,21	2,02	10,78



<b>Periodo promedio de Pago=</b> $\frac{360}{\text{RotaciónCxP}}$	85,44	178,49	33,39
--	-------	--------	-------

**Fuente:** Milenium Merchandise

### Interpretación

Representa que las CxP tuvieron un tránsito de alrededor 4, 2 y 11 veces durante el año 2011, 2012 y 2013 respectivamente; lo que significa que la empresa demoró en pagar sus obligaciones en promedio 85, 178 y 33 días en los años antes mencionados, es decir que la compañía si ha aprovechado el crédito que le ha otorgado sus proveedores; sin embargo presenta variación en dicho promedio durante el último año ya que la compañía canceló de manera adelantada sus obligaciones ya que requería de otros productos que le ofertaban sus proveedores, cabe mencionar que el periodo de crédito que le extendían sus proveedores, en promedio es de 90 días.

### Cuadro 14

#### Rotación y promedio de rotación de Inventarios

<b>Indicador</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>Rotación de Inventarios=</b> $\frac{\text{Inventario Promedio} * 360}{\text{Costo Venta}}$	56,46	70,32	88,23
<b>Periodo promedio de rotación inv=</b> $\frac{360}{\text{Rotación Inv}}$	6,38	5,12	4,08

**Fuente:** Milenium Merchandise

### Interpretación

Por lo que la empresa se dedica al comercio, el movimiento del inventario es primordial, y en este caso se ha realizado una buena gestión ya que sus existencias tienen una aceptable circulación en el año, es decir, alrededor de 6, 5 y 4 veces en cada uno de los años 2011, 2012 y 2013 respectivamente, dicha movilidad ha decrecido debido a que la empresa ha adquirido mayor inventario, cabe mencionar

que mantener un stock de inventario es una política que ha sido adoptada por Milenium Merchandise y que la caracteriza de su competencia.

En este caso a mayor rotación se genera mayor movilidad de la inversión efectuada, puesto que se puede expresar que el inventario fue al mercado cada 56, 70 y 88 días durante el 2011, 2012 y 2013 respectivamente.

#### 4.5.3. Ratios de endeudamiento

Se utilizan estos ratios con el “fin de determinar qué tanto riesgo están corriendo los propietarios al financiar parte de sus activos con deuda.” (García, 2009, pág. 22); cabe mencionar que el endeudamiento que obtiene la empresa afecta a los flujos de efectivo que genere en el futuro.

A continuación se expresan los ratios de endeudamiento que afectan a Milenium Merchandise.

#### Cuadro 15

##### Ratios de endeudamiento total y participación patrimonial

Indicador	2011	2012	2013
<b>Endeudamiento total=</b> $\frac{PasivoTotal}{ActivoTotal}$	82%	90%	87%
<b>Participación patrimonial=</b> $\frac{Patrimonio}{ActivoTotal}$	18%	10%	13%

**Fuente:** Milenium Merchandise

#### Interpretación

Como se puede apreciar, en cada uno de los años los activos son financiados entre el 80% y 90% por terceros, es decir que la empresa Milenium Merchandise genera rendimientos con inversión de terceras personas, lo cual es apreciable, sin embargo se tiene mayor riesgo trabajar con dinero ajeno, puesto que significa que la empresa es en su mayoría es de ajenos, por la gran cantidad de obligaciones que genera.

Cuadro 16

## Ratio de estructura de capital

Indicador	2011	2012	2013
<b>Estructura del capital=</b> $\frac{PasivoTotal}{Patrimonio}$	451%	868%	675%

**Fuente:** Milenium Merchandise

### Interpretación

Es evidente que la empresa tiene como financistas en su mayoría a terceros, puesto que por cada dólar aportado por los accionistas, existió USD 4,51, USD 8,68 y USD 6,75 para los años 2011, 2012 y 2013 respectivamente, que fueron aportados por los acreedores.

De acuerdo a lo que se expresa por analistas financieros, es muy rentable trabajar con dinero ajeno, sin embargo es necesario cuidar que dicho endeudamiento permita a la empresa operar, ya que puede caer en una insolvencia por el incumplimiento en sus pagos en caso de que las ventas sufran un decremento u otra variable negativa para la comercialización de sus productos.

#### 4.5.4. Ratios de rentabilidad

Para este caso es necesario conocer que se entiende por rentabilidad “el beneficio que un inversionista espera por el sacrificio económico que realiza comprometiendo fondos en una determinada alternativa.” (García, 2009, pág. 20) O en otras palabras miden la capacidad de generar utilidad por parte de la empresa. Cabe mencionar que una empresa se crea para que produzca rendimientos.

Cuadro 17

## Ratios ROE y ROA

Indicador	2011	2012	2013
<b>Rendimiento sobre el patrimonio ROE=</b> $\frac{UtilidadNeta}{Patrimonio}$	45%	50%	36%
<b>Rendimiento sobre la inversión ROA=</b>	8,15%	5,20%	4,64%

$\frac{UtilidadNeta}{ActivoTotal}$			
------------------------------------	--	--	--

**Fuente:** Milenium Merchandise

### Interpretación

Representa que por cada dólar que aporta el accionista, éste generó un 45%, 50% y 36% de rendimiento durante los años 2011, 2012 y 2013 respectivamente, mientras que dicha inversión generó un rendimiento del 8,15%, 5,20% y 4,64% para los años antes mencionados; sin embargo es necesario recordar que mucho de ese rendimiento permite cubrir las obligaciones que mantuvo durante dichos años, ello es uno de los motivos que generó el decremento de la rentabilidad, al analizar los mismos datos estadísticos de manera histórica.

#### Cuadro 18

##### Ratios de utilidad en activo, ventas y por acción

Indicador	2011	2012	2013
<b>Utilidad activo=</b> $\frac{UtilidadAntesDeInteImp}{ActivoTotal}$	18%	12%	11%
<b>Utilidad ventas=</b> $\frac{UtilidadAntesDeInteImp}{Ventas}$	6,15%	5,05%	4,68%
<b>Utilidad por acción=</b> $\frac{UtilidadNeta}{NúmeroAcciones}$	17,41	15,77	17,57

**Fuente:** Milenium Merchandise

### Interpretación

En el caso del rendimiento sobre el activo representa la eficiencia que se ha producido en el uso de dichos activos, que para el periodo analizado ha decrecido, misma situación se produce en el rendimiento de las ventas, esto se debe a que dicha eficiencia se ha reducido por la variación que se produce en el activo específicamente en los inventarios que son un punto sensible e importante para la empresa y que afectan adicionalmente a las ventas.

Mientras que el rendimiento por acción tiene una tendencia variable considerando las reducciones que se han generado.

**Cuadro 19****Ratios de margen bruto y neto**

<b>Indicador</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>Margen bruto=</b> $\frac{UtilidadBruta}{Ventas}$	36,88%	32,29%	42,90%
<b>Margen neto=</b> $\frac{UtilidadNeta}{Ventas}$	2,72%	2,16%	1,95%

**Fuente:** Milenium Merchandise

**Interpretación**

En el caso del margen bruto, significa que una vez que la empresa ha cubierto sus costos de venta, obtuvo una rentabilidad por sus ventas del 39,88%, 32,29% y 42,9% durante los años 2011, 2012 y 2013 sin embargo al reducir los gastos que se producen en dichos periodos, el margen neto se establece en 2,72%; 2,16% y 1,95%

Lo que implica que los costos se han mantenido relativamente constantes gracias a la buena administración que mantiene sus autoridades, sin embargo los gastos han ido en incremento, ello debido a la inflación que se genera cada año.

**4.6. Análisis DU PONT**

Este análisis se genera como complemento a los indicadores anteriormente efectuados, que permite “examinar minuciosamente los estados financieros de la empresa y evaluar su situación financiera.” (Gitman, 2007, pág. 65)

Cabe mencionar que para este análisis, se combina el estado de situación financiera así como el estado de resultados, que corresponde a dos medidas de rentabilidad específicas, que son rendimiento sobre los activos (ROA) y rendimiento sobre el capital (ROE).

Es necesario considerar que el rendimiento que se genera, es producto de una deuda que se requirió para financiar los activos que producen dicha rentabilidad, por ende es necesario tomar en cuenta el nivel de apalancamiento que tiene la empresa.

Por tanto la fórmula que se desprende es:

**ROA**= Margen de utilidad neta \* Rotación de activos totales

En donde el margen de utilidad neta corresponde a  $\frac{UtilidadNeta}{Ventas}$

Mientras que la rotación de activos corresponde a:  $\frac{Ventas}{TotalActivos}$

Al realizar sustituir en la fórmula inicial y efectuar la simplificación correspondiente, el resultado es:

$$\mathbf{ROA} = \frac{UtilidadNeta}{Ventas} * \frac{Ventas}{TotalActivos} = \frac{UtilidadNeta}{TotalActivos}$$

El siguiente paso que corresponde es obtener el valor del multiplicador de apalancamiento financiero (MAF), el mismo que es  $\frac{TotalActivos}{Patrimonio}$

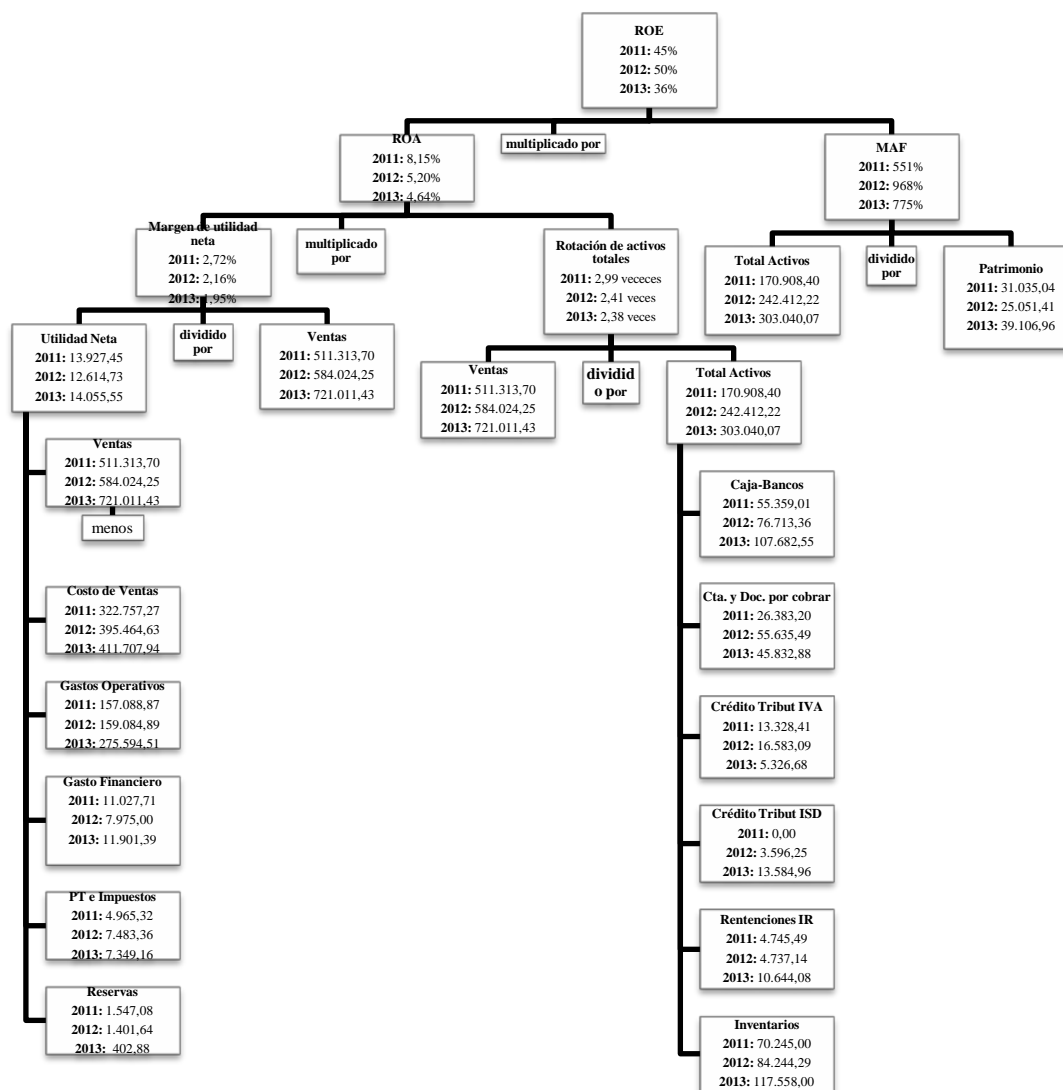
Finalmente se obtiene la fórmula básica del análisis Du Pont, que combina la rentabilidad de los activos (ROA) y el apalancamiento, con lo cual se puede conocer la rentabilidad del capital propio de la empresa.

**ROE**= ROA \* MAF

$$\mathbf{ROE} = \frac{UtilidadNeta}{Ventas} * \frac{Ventas}{TotalActivos} * \frac{TotalActivos}{Patrimonio}$$

Al aplicar el sistema Du Pont, los administradores de la empresa pueden conocer claramente cuál es el principal generador de la rentabilidad del capital propio, expresado en “un componente de utilidad sobre las ventas (margen de utilidad neta), un componente de eficiencia de los activos (rotación de activos totales), y un componente de uso de apalancamiento financiero (multiplicador de apalancamiento financiero).” (Gitman, 2007, pág. 70)

Es por ello que a continuación se puede observar la matriz Du Pont para el periodo 2011-2013.



**FIGURA No. 28 Matriz Du Pont de Milenium Merchandise**

Al conocer la matriz Du Pont se puede establecer que el rendimiento que genera el capital propio de los accionistas durante el 2013 alcanzó un 36%, lo que implica que es aceptable ya que la inversión generada está rindiendo sus frutos.

Durante el 2013, al analizar los tres segmentos que constituyen el rendimiento sobre el patrimonio (ROE), se puede conocer que el margen de utilidad neta ha sido de un 1,95%, es decir que por cada dólar de ventas se obtiene un rendimiento de \$ 1,95; mientras que para el caso de la eficiencia de los activos es decir la rotación de los mismos, éstos han circulado 2,38 veces en el año; lo cual implica que sí se tiene una eficiencia en el manejo de los activos ya que éstos han producido más del doble de su valor en ventas. Cabe mencionar que en dichos activos, lo que más presencia genera son la Caja-Bancos y sus Inventarios que tienen relación con las ventas.

En cuanto se refiere al nivel de apalancamiento es del 775% durante el 2013, lo que implica se tiene una inversión reducida por parte de los accionistas, ya que por cada \$ 7,75 de activos, un dólar proviene de los accionistas, es decir que la empresa tiene una dependencia de terceros. Cabe mencionar que esto es saludable si se cuenta con una adecuada administración, ya que es correcto generar rendimiento con recursos de terceros.

Si se analiza el rendimiento sobre el patrimonio a un nivel histórico se puede conocer que éste ha fluctuado en un incremento y posterior decremento, cabe mencionar que esto es normal ya que la empresa tiene varios años en el mercado; sin embargo para conocer más a profundidad sobre las variaciones que se han generado se puede establecer que durante el 2011, la empresa tuvo un mayor margen de utilidad así como una mayor eficiencia de los activos y en el caso del apalancamiento ha sido menor por tanto el rendimiento sobre el patrimonio fue de un 45%.

En cuanto al 2012 el margen de utilidad decreció sin embargo la rotación de los activos se mantuvo relativamente constante, mientras que el apalancamiento se elevó, es decir que la empresa trabajó más con recursos de terceros que propios por tanto el rendimiento sobre el patrimonio fue de un 50%, que es superior al del año anterior.

Finalmente como se comentó al inicio de este análisis el rendimiento sobre el patrimonio para el 2013 fue de 36%, que se debió a un decremento en el margen de utilidad, a causa de la elevación de los costos que principalmente se debió a los altos costos de las importaciones.



#### 4.7. Ponderación del riesgo del negocio

Para este tema, es necesario considerar los factores de las Amenazas y debilidades que fueron analizadas anteriormente para Milenium Merchandise.

DEBILIDADES		AMENAZAS	
D1	Costos elevados de los productos que no rotaron o no se vendieron durante el año.	A1	Incremento de las barreras comerciales por las políticas gubernamentales.
D2	Rentabilidad mínima o nula en servicios que no posee la compañía para ofrecer a sus clientes.	A2	Ingreso de potenciales competidores en el lugar geográfico de la empresa.
D3	Debilidad en el cobro de créditos realizados a clientes.	A3	Cambio de las necesidades o preferencias del consumidor en relación a los productos que se oferten.
D4	Limitada imagen corporativa.	A4	Dependencia de organismos estatales en relación a las importaciones realizadas.
D5	Ausencia de manuales de procedimientos.	A5	Variación de la Tasa de inflación
D6	Manejo inadecuado de recursos económico por parte de los accionistas.		

Además es necesario considerar el análisis de las fortalezas y debilidades financieras, puesto que ello permitirá identificar en la parte interna que es sensible así como sustentable para la compañía.

FORTALEZAS		DEBILIDADES	
F1	Mantiene un stock alto de mercadería para la venta.	D1	Limitada capacidad en cobro de cartera.
F2	Alta rentabilidad bruta en productos importados	D2	Manejo inadecuado de los fondos de efectivo por parte de sus accionistas
		D3	Nivel elevado de endeudamiento con entidades del sistema financiero
		D4	Limitado aprovechamiento de crédito por parte de proveedores.
		D5	Limitada capacidad de liquidez inmediata

Una vez que se ha considerado estos factores, es necesario analizar cuáles de éstos tienen una mayor repercusión para la empresa, es por ello que se ha considerado los siguientes:

**Debilidades:**

- **Debilidad en el cobro de créditos realizados a clientes:** debido a que no se cuenta con análisis previo del historial de cumplimiento de cada cliente, lo cual genera incremento de las cuentas por cobrar que no son recuperadas.
- **Ausencia de manuales de procedimientos:** puesto que la empresa ha ido en crecimiento, los procedimientos continúan siendo los iniciales, lo cual no es procedente para una empresa que requiere de analizar cada uno de sus procedimientos.
- **Manejo inadecuado de recursos económico por parte de los accionistas:** por cuanto los accionistas toman recursos económicos para su uso personal, puesto que consideran que el dinero es suyo ya que son dueños de la empresa, lo cual no es procedente.

**Amenazas:**

- **Variación de la Tasa de inflación:** puesto que es un índice que considera el IPC que es el Índice de Precios al Consumidor.
- **Incremento de las barreras comerciales por las políticas gubernamentales:** debido a la inestabilidad jurídica que se ha presentado en el país en el contexto de las relaciones comerciales que generan incertidumbre en los inversionistas.
- **Cambio de las necesidades o preferencias del consumidor en relación a los productos que se oferten:** puesto que se generan constantes actualizaciones de productos así como de intervención de la tecnología, lo que implica un cambio de preferencia de consumo.

Una vez identificados los factores, se procede a elaborar una matriz en la cual se da un puntaje máximo en base a uno de los factores identificados anteriormente u otro que permita brindar un premio al riesgo que efectúa un inversionista, para este

caso se puede considerar la tasa pasiva referencial que a diciembre del 2014 fue del 5,22% o también considerar los puntos que tiene la inflación anual que a diciembre del 2014 cerró en 3,67% según el Banco central del Ecuador.

Para aplicar la ponderación, se va a considerar un promedio de los porcentajes de los rubros anteriormente citados, lo cual corresponde a 4 que sería el porcentaje de premio al riesgo para un inversionista que decida invertir en Milenium Merchandise.

A continuación se detalla de manera más explícita:

#### Cuadro 20

##### Ponderación riesgo del negocio

Factor	Ponderación	Puntaje	Puntaje Ponderado
Debilidad en el cobro de créditos realizados a clientes	0,10	4	0,40
Ausencia de manuales de procedimientos	0,10	4	0,40
Manejo inadecuado de recursos económico por parte de los accionistas	0,20	4	0,80
Variación de la Tasa de inflación	0,10	4	0,40
Incremento de las barreras comerciales por las políticas gubernamentales	0,30	4	1,20
Cambio de las necesidades o preferencias del consumidor en relación a los productos que se oferten	0,20	4	0,80
<b>TOTAL</b>	<b>1</b>		<b>4,00</b>

Una vez que se ha identificado los valores de cada factor, se puede determinar que para Milenium Merchandise, los riesgos que son más probables de presentarse son con respecto al Incremento de las barreras comerciales por las políticas gubernamentales así como Manejo inadecuado de recursos económico por parte de los accionistas o también el cambio de las necesidades o preferencias del consumidor en relación a los productos que se oferten.

## CAPITULO 5

### PROPUESTA DE VALORACIÓN EMPRESARIAL

#### 5.1. Previsiones financieras

Para poder determinar el valor de una empresa mediante la aplicación del método de flujos de caja descontados, es necesario realizar las previsiones que implican proyectar información tanto del Estado de Resultados como del Balance General, a continuación se presenta dichas previsiones:

##### 5.1.1. Estado de Resultados

Es necesario proyectar en primera instancia las cuentas del Estado de Resultados ya que es éste de donde se obtiene la información de la operatividad de la empresa considerando la parte económica que influye en cada una de las cuentas.

##### 5.1.1.1. Ventas

Para este caso, es necesario considerar que la empresa se halla dentro del sector comercial, por lo cual sus ventas se encuentran distribuidas en diferentes grupos de productos, en donde los grupos de artículos más relevantes son: bolígrafos, jarros, textil, tecnológico, oficina, llaveros, anti estrés, herramientas, femenino, radio/reloj y el resto de productos que han sido catalogados en otros artículos, es por ello que a continuación se presenta un análisis de crecimiento de cada grupo de artículos, de acuerdo a la estructura que representan en el total de ingresos, cabe mencionar que dicha información proviene de los Estados Financieros que fueron proporcionados por la empresa.

**Cuadro 21**

**Crecimiento de acuerdo a la estructura de producto**

Tipos de productos	2011	2012	2013	Promedio crecimiento estructural 2011-2013
<b>Artículos Bolígrafos</b>	10,13%	17,12%	24,08%	<b>17,11%</b>
<b>Artículos Jarros</b>	3,78%	4,21%	5,31%	<b>4,43%</b>
<b>Artículos Textil</b>	1,41%	2,92%	5,28%	<b>3,20%</b>
<b>Artículos tecnológico</b>	0,81%	3,29%	6,22%	<b>3,44%</b>

<b>Artículos Oficina</b>	2,21%	4,10%	4,23%	<b>3,52%</b>
<b>Artículos Llaveros</b>	1,84%	3,42%	6,56%	<b>3,94%</b>
<b>Artículos Anti estrés</b>	1,22%	1,36%	2,53%	<b>1,70%</b>
<b>Artículos herramientas</b>	1,40%	1,69%	3,20%	<b>2,09%</b>
<b>Artículos femenino</b>	0,46%	0,69%	3,29%	<b>1,48%</b>
<b>Artículos Radio/reloj</b>	1,26%	1,49%	2,85%	<b>1,86%</b>
<b>Otros Artículos</b>	71,32%	55,57%	33,08%	<b>53,32%</b>

**Fuente:** Milenium Merchandise

Dichos porcentajes permitirán realizar la proyección de ingresos, en base a información razonable que la empresa ha generado en el tiempo.

#### **5.1.1.2. Costo de ventas**

Para este caso, se considerará la participación que tiene el costo de venta durante el periodo de análisis que corresponde a 2011-2013, y así obtener un promedio de la mencionada participación y dicho porcentaje considerarlo para la proyección de los valores, es así que el costo de venta sería razonable ya que están en función de las ventas proyectadas. Por tanto la participación que se generó en el análisis vertical del Estado de Resultados para los años 2011, 2012 y 2013; corresponde así 63%, 68% y 57% respectivamente, con lo cual el promedio corresponde a 63%, sin embargo de acuerdo a lo expuesto por sus administradores, el costo podrían incrementarse en un 1% con lo cual el porcentaje considerado para las proyecciones será de 64%.

#### **5.1.1.3. Gastos Operativos**

Dentro de este rubro se pueden identificar a las cuentas que tienen mayor presencia que son sueldos y salarios por lo cual para la proyección se utilizará la tasa de inflación, la misma que influye directamente en las remuneraciones, así como en otros gastos como son los beneficios de ley.

Para el presente proyecto, la mencionada tasa de inflación se obtendrá de inflación anual del año 2014 que fue del 3,67% y de las previsiones de inflación publicadas por el BCE desde el 2015 hasta el 2018, y para el último año de proyección se considerará un promedio del periodo 2017-2018.

A continuación se presenta dichas tasas:

## Previsiones de Inflación para los años 2014 - 2018

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

**FIGURA No. 29** Previsión de Inflación para 2014 - 2018

**Fuente:** (Banco Central del Ecuador, 2009, pág. 2)

Ya que existen partidas contables que no están sujetas a la tasa de inflación así como por situaciones externas no es posible considerar dicho porcentaje, es necesario aclarar que para el caso de arrendamiento de inmuebles, la compañía tiene planificado recortar pagos, por lo cual a partir del año 2015, el valor generado a dicho año será fijo y considerado para el resto de las proyecciones; en cuanto a combustibles, la empresa dispone al momento de arrendamiento de vehículos, por lo cual debe destinar los recursos para su funcionamiento que le permita desarrollar sus operaciones.

Para el caso de impuesto y contribuciones que se aplican al gasto, se incrementarán de acuerdo a las tasa de inflación de cada año.

### 5.1.1.4. Depreciaciones y amortizaciones

Es necesario aclarar, que la cuenta de depreciaciones, se encuentra dentro de los Gastos operativos, y por el contrario la proyección que se generará va en función del crecimiento de los activos fijos, para el caso de Milenium Merchandise, los activos fijos que dispone son únicamente Equipos de cómputo, puesto que el resto de mobiliario son manejados mediante el sistema de arrendamiento de bienes y cuyos propietarios son sus accionistas, es por ello que se ha obtenido un promedio del incremento histórico del activo así como de su depreciación, lo que permitirá realizar la proyección de dicha cuenta, además de sustentar la capacidad de funcionamiento de la empresa.

A continuación se detalla un análisis del cálculo de la depreciación de activos fijos:

#### **Cuadro 22**

##### **Depreciación Eq. Cómputo**

Año proyección	Año de uso	Depreciación anual	Valor en libros	Compra de equipos	Depreciación total	Valor histórico
<b>2013</b>	0	-	4.783,00		2.372,84	4.783,00
<b>2014</b>	1	1.068,46	3.714,54		3.441,30	4.783,00
<b>2015</b>	2	1.068,46	2.646,08	4.281,01	4.509,76	9.064,01
<b>2016</b>	3	1.068,46	5.858,63		5.578,22	9.064,01
<b>2017</b>	1	956,09	4.902,54		6.534,31	9.064,01
<b>2018</b>	2	956,09	3.946,44	4.281,01	7.490,41	13.345,02
<b>2019</b>	3	956,09	2.990,35		8.446,50	13.345,02

Mientras que lo que corresponde a amortizaciones, la empresa no dispone de valores a amortizar puesto que sus gastos de funcionamiento se amortizaron en los primeros años de operación, además no ha generado pérdidas en los últimos años.

##### **5.1.1.5. Estado de Resultados proyectado**

Una vez proyectadas las cuentas de resultados, que se pueden observar en el Anexo K, donde consta el Estado de resultados Proyectado hasta el 2019. En el Estado Financiero se puede observar las cifras que se han generado, una vez aplicados los porcentajes de crecimiento, que aplican para las cuentas de; ingresos, así como para los costos, que en este caso como esta en función de las ventas, tiene la misma tendencia ya que son calculados en base a la estructura.

En lo que respecta a los gastos operativos, éstos tienen un crecimiento, puesto que se encuentran en función de la tasa de inflación que no presenta variaciones relevantes en el tiempo, así como en base a los parámetros descritos anteriormente.

Es por ello que se obtiene rendimientos que permitan generar dividendos para sus accionistas, puesto que hasta el momento no se ha producido dicha situación ya

que la visión de los accionistas es capitalizar a la compañía hasta mantenerla en una situación adecuada, de acuerdo a los estándares que se generen en el mercado.

### **5.1.2. Balance General**

Puesto que las ventas son el elemento primordial para la generación del resto de información financiera “ya que de ella dependen numerosas partidas del estado de pérdidas y ganancias y del balance.” (Grinblatt & Titman, 2003, pág. 229), sin embargo se considerará el método crítico que es “Método simplificado para elaborar el balance general proforma por medio del cual se calculan los valores de ciertas cuentas del balance general, algunos como un porcentaje de ventas y otros por suposición de la administración, y el financiamiento externo de la empresa se usa como una cifra de equilibrio o de “ajuste” (Gitman, 2007, pág. 117) que permite obtener una información financiera mucho más razonable que únicamente basándose en las proyecciones de las ventas, que cabe mencionar son un factor importante.

En tal situación se procede a utilizar los valores de las proyecciones anteriormente calculados, así como de aplicar la situación actual que permanecerá en el futuro, para ciertas cuentas del balance que se detallarán más adelante.

#### **5.1.2.1. Activos**

En lo que corresponde al activo disponible, se incrementarán debido a las ventas, que se van a generar en el tiempo.

En cuanto a las partidas contables de Cuentas por cobrar, de impuestos anticipados (Crédito tributario IVA y Retenciones en la fuente) y de inventarios, ya que están en función de las ventas, éstos crecerán en el mismo porcentaje. Cabe mencionar que el Crédito Tributario ISD se proyectará de acuerdo al porcentaje de ventas, puesto que como Milenium Merchandise es una empresa comercial, necesita obtener mercadería importada, además que de acuerdo a la política tributaria vigente se requiere de cancelación de este impuesto, se considerará para la proyección el porcentaje promedio de crecimiento de ventas para el crecimiento de los valores de dicha cuenta.



En cuanto se refiere a los activos fijos, es necesario considerar la opinión de los accionistas, que en este caso están conscientes que la empresa requiere de una inversión para poder sustentar su funcionamiento, por lo cual se ha considerado el promedio del crecimiento porcentual que se ha generado durante el periodo 2011-2013, es por ello que se ha proyectado un incremento trianual en la inversión del equipo de cómputo, cabe mencionar que el resto de máquinas y mobiliario se maneja bajo la modalidad de arrendamiento de bienes por lo cual no se considera dentro de activos fijos.

#### **5.1.2.2. Pasivos**

A partir de los pasivos corrientes, se puede expresar que en lo que respecta a las cuentas por pagar así como las obligaciones tributarias, puesto que están en función de las ventas, dichas partidas se proyectarán en base al porcentaje de crecimiento promedio de las ventas. Mientras que las Obligaciones con IFI's irán en decremento a razón de US\$ 10.000 anuales por política expuesta por la administración de la compañía, cabe mencionar que para el 2014 se ha considerado la porción corriente de un crédito que se encontraba en proceso de otorgamiento por parte de una entidad bancaria local.

En cuanto a las obligaciones con trabajadores que implica únicamente la Participación Trabajadores, se obtendrá del supuesto del Estado de Resultados Proyectado, mientras que para las provisiones, se ha considerado la proyección de acuerdo a la tasa de inflación para cada uno de los periodos de proyección, ya que se concentra en las provisiones de los beneficios de ley, que está en función de la mencionada tasa. Dado que las cuentas por pagar al exterior ya se han cancelado, no se considera para la proyección.

En lo referente a los pasivos de largo plazo, éstos irán en decremento a razón de US\$ 10.000 anual, cabe mencionar que para el periodo 2014, se encuentra considerada la porción de largo plazo por el crédito antes descrito, mientras que para el caso de otras cuentas pendientes se aplicará similar política, considerando un valor de US\$ 2.000 de reducción anual.

### **5.1.2.3. Patrimonio**

Puesto que la Junta Universal de Accionistas no se ha reunido para tomar una decisión en cuanto a lo referente al incremento de capital social y como se ha cumplido la disposición de la Ley de Compañías en su Art. 297 que expresa “de las utilidades líquidas que resulten de cada ejercicio se tomará un porcentaje no menor de un diez por ciento, destinado a formar el fondo de reserva legal, hasta que éste alcance por lo menos el cincuenta por ciento del capital social.” (Congreso Nacional del Ecuador, 1999), dichas partidas contables se mantendrán constantes.

Además el resultado del ejercicio (utilidad) se obtendrá del estado de Resultados Projectados del cual se ha considerado asignar el valor del 10% a las reservas facultativas; así como de asignar las utilidades del ejercicio anterior a las reservas de capital hasta el 2016, a partir del cual se mantendrán constantes para el resto de años proyectados por decisión expresa de la Junta Universal de Accionistas, mientras la diferencia se destinará a futuras capitalizaciones.

### **5.1.2.4. Balance General Projectado**

De acuerdo al Anexo L, el Balance General para los próximos años tiene variaciones en todas las partidas de Activo, Pasivo y Patrimonio; siendo las más relevantes el incremento de activos fijos, para sustentar el buen funcionamiento de la empresa.

En cuanto a las demás partidas contables, crecen de acuerdo al porcentaje de crecimiento de las ventas, así como las cuentas en las cuales se ha considerado la decisión de la administración así como de la Junta Universal de Accionistas. Mientras que en el caso de Caja-Bancos ha permanecido constante de acuerdo a lo que se expuso anteriormente.

Y un tratamiento especial es para la cuenta de Aportes a Futuras capitalizaciones, que tienen un incremento en cuanto se refiere a la diferencia entre el activo y pasivo, puesto que al momento la Junta Universal de Accionistas no ha considerado una decisión para el incremento del Capital social, que se mantiene constante.

## 5.2. Proyección de los flujos de caja libres

Para poder obtener dichos flujos, es necesario considerar que el flujo de caja se considera a "... la diferencia entre entradas y salidas de dinero que se producen en la empresa." (ACCID, 2009, pág. 14), cabe mencionar que una partida contable que no genera una salida o entrada es la de Depreciación y amortización por lo cual se deben incrementar al flujo de caja así como deben ser restados los incrementos en activos fijos y las inversiones adicionales en capital de trabajo.

Puesto que la empresa desarrolla sus actividades en su gran parte con bienes que han sido dados en arrendamiento, es por ello que no dispone de un gran volumen de Activos fijos. Sin embargo en lo que corresponde a la adquisición de dichos activos, la compañía ha considerado que a más del incremento promedio en los AF es lo único que requiere para mantenerse en funcionamiento.

Cabe mencionar que para obtener el valor del incremento es necesario considerar las depreciaciones que se han producido, por lo cual se sumarán para obtener el incremento total de los activos fijos

### Cuadro 23

#### Incremento en Activos fijos

CONCEPTO	2011	2012	2013	Incremento promedio histórico
<b>Equipos de cómputo</b>	1.454,08	2.264,08	4.783,76	2.833,97
<b>Depreciación</b>	606,79	1.361,48	2.372,84	1.447,04
<b>Incremento trianual</b>				<b>4.281,01</b>

Es decir que trianualmente será necesario invertir US\$ 4.281,01 para poder mantener la capacidad de producción.

Además, que el Capital de trabajo es la diferencia entre el activo corriente y el pasivo corriente, el valor de dicha cuenta será considerado a partir de las proyecciones efectuadas del balance general que se reflejan a continuación.

**Cuadro 24****Incremento Capital de trabajo**

CONCEPTO	AÑO 2014 (p)	AÑO 2015 (p)	AÑO 2016 (p)	AÑO 2017 (p)	AÑO 2018 (p)	AÑO 2019 (p)
Caja - Bancos	117.090,67	127.320,76	138.444,65	150.540,42	163.692,98	177.994,67
Cuentas y Doc por cobrar cli	49.837,25	54.191,48	58.926,14	64.074,46	69.672,58	75.759,80
Crédito Tributario IVA en compras	5.792,07	6.298,11	6.848,37	7.446,71	8.097,32	8.804,78
Crédito Tributario ISD	14.771,86	16.062,47	17.465,83	18.991,80	20.651,10	22.455,36
Retenciones en la fuente	11.574,04	12.585,26	13.684,82	14.880,44	16.180,53	17.594,21
Inventarios	127.828,92	138.997,21	151.141,26	164.346,32	178.705,09	194.318,37
Cuentas y Doc. por pagar provee	12.377,51	13.458,92	14.634,81	15.913,44	17.303,78	18.815,60
Obligaciones con IFI	76.708,48	66.708,48	56.708,48	46.708,48	36.708,48	26.708,48
Obligaciones Tributarias	13.830,29	15.038,63	16.352,54	17.781,24	19.334,77	21.024,03
Obligaciones con trabajadores	3.617,98	5.516,14	7.741,11	10.453,33	13.680,91	17.084,51
Provisiones	4.550,14	4.727,59	4.900,62	5.071,66	5.241,56	5.420,82
Cuentas y Doc. por pagar del exterior	-	-	-	-	-	-
<b>Capital de trabajo</b>	<b>215.810,41</b>	<b>250.005,53</b>	<b>286.173,49</b>	<b>324.351,99</b>	<b>364.730,09</b>	<b>407.873,75</b>
<b>Incremento Capital de trabajo</b>	<b>136.385,04</b>	<b>34.195,11</b>	<b>36.167,96</b>	<b>38.178,50</b>	<b>40.378,10</b>	<b>43.143,66</b>

Como se puede visualizar, la empresa siempre requiere de capital de trabajo, es ello uno de los objetivos del presente proyecto de investigación, que le permitan a Milenium Merchandise disminuir su dependencia de las entidades bancarias para poder operar de una manera adecuada en el mercado.

Una vez que se han obtenido los valores de incremento de activos fijos y de capital de trabajo, se puede proceder a calcular los flujos de caja libre o Free Cash Flow.

**Cuadro 25****Proyección de Free Cash Flow**

CONCEPTO	AÑO 2014 (p)	AÑO 2015 (p)	AÑO 2016 (p)	AÑO 2017 (p)	AÑO 2018 (p)	AÑO 2019 (p)
Total Ingresos	886.805,09	945.087,66	1.010.196,52	1.083.183,42	1.165.275,67	1.257.905,99
Costo de ventas	567.555,26	604.856,10	646.525,77	693.237,39	745.776,43	805.059,83
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>319.249,83</b>	<b>340.231,56</b>	<b>363.670,75</b>	<b>389.946,03</b>	<b>419.499,24</b>	<b>452.846,15</b>
Total Gastos operacionales	286.728,55	297.862,29	308.139,35	318.191,22	328.293,17	338.949,41
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>32.521,28</b>	<b>42.369,26</b>	<b>55.531,40</b>	<b>71.754,81</b>	<b>91.206,07</b>	<b>113.896,75</b>
Gastos financieros	8.401,39	5.595,00	3.923,96	2.065,94	-	-
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>24.119,89</b>	<b>36.774,26</b>	<b>51.607,43</b>	<b>69.688,88</b>	<b>91.206,07</b>	<b>113.896,75</b>
Participación trabajadores	-	-	-	-	-	-
Imp. Renta	3.617,98	5.516,14	7.741,11	10.453,33	13.680,91	17.084,51
	-	-	-	-	-	-
	4.077,02	6.876,79	9.650,59	13.031,82	17.055,53	21.298,69
<b>Utilidad neta operativa</b>	<b>16.424,88</b>	<b>24.381,34</b>	<b>34.215,73</b>	<b>46.203,72</b>	<b>60.469,62</b>	<b>75.513,54</b>
+ Depreciación de activos	1.068,20	1.068,20	1.068,20	956,09	956,09	956,09
<b>= Flujo de Caja Bruto</b>	<b>17.493,09</b>	<b>25.449,54</b>	<b>35.283,93</b>	<b>47.159,82</b>	<b>61.425,72</b>	<b>76.469,64</b>
- Incremento AF	-	4.281,01	-	-	4.281,01	-
- Incremento Capital trabajo	-	-	-	-	-	-
	136.385,04	34.195,11	36.167,96	38.178,50	40.378,10	43.143,66
<b>= Flujo de Caja Neto</b>	<b>118.891,96</b>	<b>13.026,58</b>	<b>884,03</b>	<b>8.981,32</b>	<b>16.766,60</b>	<b>33.325,98</b>

Inicialmente la empresa presenta flujos negativos durante los tres primeros años a causa del incremento del capital, sin embargo posteriormente se producen flujos positivos, gracias a los buenos resultados que se presentan en adelante hasta el 2019.

**5.3. Estimación de la tasa de descuento**

Una vez que se conocen los flujos que la empresa generará en el futuro, es necesario traerlos a valor presente, mediante la aplicación de una tasa de descuento que sea apropiada. En este caso la tasa que se debe considerar, y que es mencionada por diversos autores como son Miguel Sanjurjo y Pablo Fernández, es el WACC (Weighted Average Cost of Capital) o conocida también como CCMP (Costo del Capital Medio Ponderado), y se la denomina de esa manera puesto que “el WACC no

es ni un coste ni una rentabilidad exigida, sino un promedio ponderado entre un coste y una rentabilidad exigida” (Fernández, WACC: Definición, interpretaciones equivocadas y errores, 2011, pág. 2) cuya fórmula se describe a continuación:

$$WACC = \frac{D * k_{dm} * (1 - t) + E * k_e}{D + E} * 100$$

Donde:

D= Valor de mercado de la deuda (Pasivo)

E= Valor de mercado de las acciones o recursos propios (Patrimonio)

K<sub>dm</sub>= Coste de la deuda antes de impuestos

T= Tasa impositiva

K<sub>e</sub>= Rentabilidad exigida a las acciones, refleja el riesgo de las mismas.

Es por ello que se procede a obtener los valores de cada uno de los elementos antes descritos.

### **5.3.1. Identificación del costo de la deuda (k<sub>dm</sub>)**

Se ha considerado que el costo de la deuda viene dado por el porcentaje establecido por el Banco Central del Ecuador en lo que corresponde a la tasa activa máxima del sector Productivo Pymes que a diciembre del 2014 se ubicó en el 11,83%.

### **5.3.2. Identificación del costo nominal de los recursos propios (k<sub>e</sub>)**

Para este caso es necesario conocer que existen distintas formas de obtener la tasa que permita sustentar el costo nominal de los recursos propios, una de ellas es la aplicada por Pablo Fernández, quien expresa que “es igual a la tasa sin riesgo más la prima de riesgo de la empresa.” (Fernández, Cómo Valorar las Acciones de una Empresa, 2008, pág. 33), la tasa sin riesgo equivale a la tasa activa máxima del sector Productivo Pymes que a diciembre del 2014 se ubicó en el 11,83%; mientras que la prima de riesgo es del 4% que fue obtenida en el Capítulo 4, al analizar los riesgos del negocio, y que es producto del promedio entre la tasa de inflación anual y la tasa pasiva referencial.

Al realizar la suma de estos factores se obtiene que el **ke = 15,83%**

### 5.3.3. Costo ponderado de los recursos (WACC)

Una vez conocidos los porcentajes requeridos para el cálculo, se procede a aplicar en la fórmula, considerando los valores de los Estados financieros de Milenium Merchandise del año 2013 que equivalen a:

Activo Total = **303.040,07**

Pasivo Total = **263.933,11**

Patrimonio = **39.106,96**

El resto de valores son los siguientes:

- Kdm = 11,83%
- t = 33,70% que equivale el porcentaje de participación trabajadores (15%) e impuesto a la renta (22%) para el año 2013
- ke = 15,83%

De esta manera se aplica a la fórmula antes indicada:

$$WACC = \frac{263.933,11 * 0,1183 * (1 - 0,337) + 39.106,96 * 0,1583}{303.040,07} * 100$$

$$WACC = 8,87\%$$

### 5.4. Estimación del valor residual

Para poder considerar el valor residual, es necesario realizar previsiones financieras, que deben contar con un periodo de proyección que "...estará comprendido entre 5-10 años." (Realp, 2009, pág. 195), puesto que la empresa aún va a contar con años de vida útil, es necesario calcular el valor de dichos períodos de tiempo, a lo cual se le conoce como Valor residual.

Sin embargo, existe varios enfoque por los cuales se puede obtener el Valor residual de la empresa, por tanto "...el de actualización de una renta perpetua del

cash flow estimado al final del período de proyección el método más utilizado.” (Realp, 2009, pág. 201) es el cual se considerará para obtener el Valor residual de Milenium Merchandise. La fórmula que se considera es:

$$VR_n = \frac{CF_n(1+g)}{k-g} \text{ (Fernández, 2008, pág. 14)}$$

Donde:

$VR_n$  = Valor residual en el último periodo de proyección

$CF_n$  = Cash Flow del último periodo de proyección

$k$  = costo ponderado de los recursos (WACC)

$g$  = tasa de crecimiento

Dado que el costo ponderado de los recursos (WACC), se conoció anteriormente, es necesario obtener la tasa de crecimiento, que se puede considerar así:

$$g = b * ROE$$

(Stowe, Robinson, Pinto, & McLeavey, 2007, pág. 87)

Donde  $b$  es el coeficiente de retención que es el resultado de:

$$b = \frac{\text{Utilidad}_{\text{retenida}}}{\text{Utilidad}_{\text{neta}}}$$

Para obtener la utilidad retenida, es necesario que se hayan cancelado dividendos, sin embargo, dado que este proceso no se ha realizado en Milenium Merchandise, el coeficiente  $b$  será de 1, mientras que el ROE será considerado al promedio histórico que se ha generado en el periodo 2011-2013, de este proceso se obtiene como resultado una tasa de crecimiento  $g$  de 43,72% (Anexo M), lo cual es complejo que se mantenga en el tiempo, y de acuerdo a lo que se expresa “ $g$  suele tomar valores comprendidos entre el 0% y 2%. No obstante, es conveniente realizar un análisis de sensibilidad.” (Realp, 2009, pág. 202)

Por tanto, para poder considerar una tasa de crecimiento razonable y que se ajuste a las condiciones de la industria, se va a considerar el crecimiento del sector



comercial que "... entre el periodo 2012-2013 registró un crecimiento del PIB sectorial de 3,34%." (Maldonado & Puebla, 2014, pág. 59)

Una vez obtenidos los datos necesarios para los cálculos, se procede a obtener el valor residual, aplicándolos en la fórmula antes mencionada:

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

$$VR_{2019} = \frac{33.325,98(1 + 0,0334)}{0,0887 - 0,0334}$$

$$VR_{2019} = \mathbf{622.321,66}$$

### 5.5. Actualización de los Flujos de caja libres

Al obtener la tasa de descuento (WACC), es necesario actualizar los flujos de caja libres proyectados, que se calcularon anteriormente, además de considerar el valor residual de los FCN desde el 2019 a perpetuidad y la tasa de descuento (WACC) del 8,02%.

#### Cuadro 26

##### Flujos de Caja Libre descontados

CONCEPTO	AÑO 2014 (p)	AÑO 2015 (p)	AÑO 2016 (p)	AÑO 2017 (p)	AÑO 2018 (p)	AÑO 2019 (p)
Flujos de caja operativos proyectados	118.891,96	13.026,58	884,03	8.981,32	16.766,60	33.325,98
Valor residual de los FCN, desde el 2019 a perpetuidad						622.321,66
Flujos de caja totales	118.891,96	13.026,58	884,03	8.981,32	16.766,60	655.647,64
Flujos de Caja descontados	109.201,46	10.989,61	685,01	6.392,10	10.960,36	393.664,50
<b>Suma de los flujos de caja descontados</b>	<b>290.140,89</b>					

### 5.6. Determinación del valor de la empresa y sus acciones

De acuerdo al método utilizado, Flujos de Caja descontados, el valor de la empresa es considerado a la sumatoria de todos los flujos descontados a valor presente, incluyendo el valor residual, en el caso de la empresa **Milenium Merchandise** este valor corresponde a **US\$ 290.140,89**

Una vez que se han dado a conocer el valor aproximado de la empresa, es necesario calcular el valor unitario de las acciones, que en este caso la metodología a utilizar es el Free Cash Flow, es decir que se mantiene el mismo método que se ha venido aplicando para calcular el valor de la empresa.

Cabe mencionar que el Free Cash Flow "...contempla el beneficio del ahorro fiscal (Wacc después de impuestos)..." (Barajas, 2008, pág. 160) y de esta forma se evita que se duplique el contabilizar el apalancamiento financiero que realice la empresa en el tiempo, lo cual conlleva a que se pueda sobreestimar el valor de la empresa.

Puesto que el método aplicado considera el valor de la empresa sin deuda y dado que la empresa si tiene deuda vigente, es necesario realizar el cálculo del escudo fiscal a partir de la deuda que mantiene, así también deben sumarse el valor de los activos improductivos y restar el valor que corresponde a los pasivos; y de esta manera se obtiene el resultado para dividirlo entre la cantidad de acciones que dispone la empresa, para lo cual se representa a continuación.

#### Cuadro 27

##### Determinación del valor de las acciones

Concepto	Valor
Valor de la Empresa sin deuda (Vsd)	290.140,89
(+) Valor actual del Escudo Fiscal ( $t \cdot Pe$ )	-
(=) Valor Global de la Empresa (VE)	290.140,89
(+) Activos fuera de explotación (AFE)	-
(-) Valor del Pasivo a corto plazo	- 221.203,78
(-) Valor del Pasivo a largo plazo	- 42.729,33
(-) Pasivos ocultos o no registrados	-
(=) Valor de rendimiento del Patrimonio (P)	26.207,78
Numero de acciones en circulación (N)	800,00
Valor técnico de cada acción (Pa) en \$	32,76
Valor en libras por acción	48,88
Premio por acción en \$	- 16,12
Premio por acción en %	-33%

Para el cálculo de los activos fuera de explotación, se consideró el análisis efectuado en el Capítulo 4.

En cuanto a los datos generados, se puede conocer que el valor técnico de cada acción corresponde a \$ 32,76; mientras que el valor contable es de \$ 48,88; lo que indica que las acciones se encuentran sub valoradas, puesto que de acuerdo a la Superintendencia de Compañías el valor nominal es de \$ 1 por acción.

Es necesario aclarar que el número de acciones, posiblemente varíe en el transcurso de los próximos años, puesto que sus accionistas han considerado elevar un incremento del capital que generaría una modificación en los cálculos presentados en este último análisis.

### 5.7. Comparación del valor de las acciones con empresas similares

Para este caso, la comparación que se realizará, será considerando a las empresas competidoras de Milenium Merchandise, cabe mencionar que las empresas consideradas no cotizan en el mercado de valores, por lo cual se tomará como referencia el valor contable de sus acciones comunes, puesto que la información jurídica así como económica está disponible en la página web de la Superintendencia de Compañías. Esta comparación se presenta a continuación:

**Cuadro 28**

#### Comparación de valor de acciones

Empresa	Valor Por Acción / Participación en US\$	Valor nominal en US\$
Milenium Merchandise según FCF	32,76	-
Milenium Merchandise	48,88	1,00
Oresa S.A.	511,10	1,00
Salgraf Cia. Ltda.	9.367,76	10,00
Kreathosimage Imagen Corporativa S.A	943,23	1,00
Zoompublicity Ecuador S.A.	7,92	1,00
Conexpertisse Comunicacion Cia. Ltda	157,14	1,00

Como se puede identificar, en base al valor contable de las acciones, las de menor valor corresponde a la empresa Zoompublicity Ecuador S.A. con un valor de \$7,92 puesto que esta empresa es muy joven en el mercado, posteriormente le sigue Milenium Merchandise con \$48,88; el resto de empresas las cuales disponen de acciones, la de mayor valor contable de sus acciones es Kreathosimage Imagen

Corporativa S.A. con \$ 943,33; mientras que el valor unitario en el caso de las participaciones es de Salgraf Cia. Ltda. con \$ 9.367,76; constituyéndose en la empresa con el valor unitario más alto.

Es necesario mencionar que si se considera desde un valor nominal a cada una de las acciones o participaciones de las empresas, éstas se encuentran en el rango de \$ 1,00 excepto Salgraf Cia. Ltda. que tiene un valor nominal de \$ 10,00.

## **5.8. Análisis de sensibilidad**

Puesto que el valor de la empresa se generó en base a supuestos, es necesario realizar un análisis que permita considerar variables que pueden influir en el valor de la misma. De acuerdo a los expertos, los escenarios que se pueden considerar son un optimista y un pesimista, además del escenario tendencial el cual se mantiene como base.

### **5.8.1. Escenario optimista**

Para este escenario se han considerado los siguientes supuestos, en base a la información que ha proporcionado la empresa se estiman que habrá favorables situaciones para que la empresa tenga mayores beneficios económicos a futuro analizando las fortalezas y oportunidades que rodean a la compañía.

#### **Incremento en ventas**

En este caso, las variables permanecen constantes al escenario tendencial, a excepción de las ventas que de acuerdo a las previsiones que tienen los administradores de la empresa pudiesen crecer en un 5% como máximo, puesto que se considera el incremento del comercio así como de aprovechar las oportunidades que tiene Milenium Merchandise en ampliar las líneas de sus productos o de realizar alianzas con empresas competitivas.

#### **Cuadro 29**

##### **Escenario Optimista**

<b>SUPUESTOS</b>	<b>DATOS</b>
Incremento en ventas	2%
<b>ESCENARIO BASE</b>	
Costo de Venta	64%

Costo de los recurso propios (Ke)	15.83%
Costo de la deuda (Kd)	11.83%
Tasa Impositiva	33.70%
WACC	8.87%
Tasa de crecimiento (g)	3.34%

CONCEPTO	AÑO 2014 (p)	AÑO 2015 (p)	AÑO 2016 (p)	AÑO 2017 (p)	AÑO 2018 (p)	AÑO 2019 (p)
Total Ingresos	904,541.19	963,989.41	1,030,400.45	1,104,847.09	1,188,581.18	1,283,064.11
Costo de ventas	578,906.36	616,953.22	659,456.29	707,102.14	760,691.96	821,161.03
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>325,634.83</b>	<b>347,036.19</b>	<b>370,944.16</b>	<b>397,744.95</b>	<b>427,889.23</b>	<b>461,903.08</b>
Total Gastos operacionales	286,728.55	297,862.29	308,139.35	318,191.22	328,293.17	338,949.41
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>38,906.27</b>	<b>49,173.89</b>	<b>62,804.81</b>	<b>79,553.73</b>	<b>99,596.05</b>	<b>122,953.67</b>
Gastos financieros	8,401.39	5,595.00	3,923.96	2,065.94	-	-
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>30,504.88</b>	<b>43,578.89</b>	<b>58,880.85</b>	<b>77,487.80</b>	<b>99,596.05</b>	<b>122,953.67</b>
Tasa Impositiva	- 10,280.15	- 14,686.09	19,842.85	- 26,113.39	- 33,563.87	- 41,435.39
<b>Utilidad neta operativa</b>	<b>20,224.74</b>	<b>28,892.81</b>	<b>39,038.00</b>	<b>51,374.41</b>	<b>66,032.18</b>	<b>81,518.28</b>
+ Depreciación de activos	1,068.20	1,068.20	1,068.20	956.09	956.09	956.09
<b>= Flujo de Caja Bruto</b>	<b>21,292.94</b>	<b>29,961.01</b>	<b>40,106.20</b>	<b>52,330.50</b>	<b>66,988.28</b>	<b>82,474.38</b>
- Incremento AF	-	- 4,281.01	-	-	- 4,281.01	-
- Incremento Capital trabajo	- 136,385.04	- 34,195.11	36,167.96	- 38,178.50	40,378.10	- 43,143.66
<b>= Flujo de Caja Neto</b>	<b>- 115,092.10</b>	<b>- 8,515.11</b>	<b>3,938.24</b>	<b>14,152.00</b>	<b>22,329.16</b>	<b>39,330.72</b>
Valor residual de los FCN, desde el 2019 a perpetuidad						734,452.80
Flujos de caja totales	115,092.10	- 8,515.11	3,938.24	14,152.00	22,329.16	773,783.52
Flujos de Caja descontados	105,711.32	7,183.60	3,051.62	10,072.14	14,596.62	464,595.74
<b>Suma de los flujos de caja descontados</b>	<b>379,421.20</b>					

### 5.8.2. Escenario pesimista

Para este escenario se han considerado los siguientes supuestos, en base a la información que ha proporcionado la empresa, se estiman que el crecimiento no será el proyectado, de acuerdo al escenario tendencial, sin embargo existirá un crecimiento que será menor al esperado.

#### Decremento en Ventas

En este caso, las variables permanecen constantes al escenario tendencial, a excepción de las ventas que de acuerdo a las previsiones que tienen los

administradores de la empresa pudiesen decrecer un 6% en relación al incremento esperado, debido a que no se cumplan con lo proyectado como es el aperturar nuevas líneas de negocio o los clientes tengan un cambio en las preferencias de consumo.

Los movimientos que se generen por esta variación se presentan en el siguiente cuadro:

### Cuadro 30

#### Escenario Pesimista

SUPUESTOS	DATOS
Decremento en ventas	-2.00%
ESCENARIO BASE	
Costo de Venta	64%
Costo de los recurso propios (Ke)	15.83%
Costo de la deuda (Kd)	11.83%
Tasa Impositiva	33.70%
WACC	8.87%
Tasa de crecimiento (g)	3.34%

CONCEPTO	AÑO 2014 (p)	AÑO 2015 (p)	AÑO 2016 (p)	AÑO 2017 (p)	AÑO 2018 (p)	AÑO 2019 (p)
Total Ingresos	869,068.99	926,185.90	989,992.59	1,061,519.75	1,141,970.16	1,232,747.87
Costo de ventas	556,204.15	592,758.98	633,595.25	679,372.64	730,860.90	788,958.63
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>312,864.84</b>	<b>333,426.93</b>	<b>356,397.33</b>	<b>382,147.11</b>	<b>411,109.26</b>	<b>443,789.23</b>
Total Gastos operacionales	286,728.55	297,862.29	308,139.35	318,191.22	328,293.17	338,949.41
<b>Utilidad Operacional</b>	<b>26,136.28</b>	<b>35,564.63</b>	<b>48,257.98</b>	<b>63,955.89</b>	<b>82,816.08</b>	<b>104,839.82</b>
Gastos financieros	8,401.39	5,595.00	3,923.96	2,065.94	-	-
<b>Utilidad antes de impuestos</b>	<b>17,734.89</b>	<b>29,969.63</b>	<b>44,334.02</b>	<b>61,889.96</b>	<b>82,816.08</b>	<b>104,839.82</b>
Tasa Impositiva	5,976.66	10,099.77	14,940.56	20,856.91	27,909.02	35,331.02
<b>Utilidad neta operativa</b>	<b>11,758.23</b>	<b>19,869.87</b>	<b>29,393.45</b>	<b>41,033.04</b>	<b>54,907.06</b>	<b>69,508.80</b>
+ Depreciación de activos	1,068.20	1,068.20	1,068.20	956.09	956.09	956.09
<b>= Flujo de Caja Bruto</b>	<b>12,826.44</b>	<b>20,938.07</b>	<b>30,461.66</b>	<b>41,989.13</b>	<b>55,863.16</b>	<b>70,464.90</b>
- Incremento AF	-	4,281.01	-	-	4,281.01	-
- Incremento Capital trabajo	136,385.04	34,195.11	36,167.96	38,178.50	40,378.10	43,143.66
<b>= Flujo de Caja Neto</b>	<b>123,558.61</b>	<b>17,538.05</b>	<b>5,706.31</b>	<b>3,810.63</b>	<b>11,204.04</b>	<b>27,321.24</b>
Valor residual de los FCN, desde el 2019 a perpetuidad						510,190.52
Flujos de caja totales	123,558.61	17,538.05	5,706.31	3,810.63	11,204.04	537,511.76
Flujos de Caja descontados	113,487.75	14,795.62	4,421.64	2,712.07	7,324.10	322,733.26
<b>Suma de los flujos de caja descontados</b>	<b>200,064.43</b>					

Al obtener los valores que podrían tomar la empresa en dos escenarios distintos, considerando los distintos factores que pueden influir en el incremento o disminución de las ventas, se puede conocer cómo se reflejaría dichas variaciones en el valor que tome las acciones de Milenium Merchandise, ello se refleja en la siguiente tabla:

**Cuadro 31**

**Comparación de escenarios**

Escenario	Optimista	Tendencial	Pesimista
	Ventas mayores		Ventas menores
Valor de la empresa	379,421.20	290,140.89	200,064.43
Valor técnico por acción	144.36	32.76	-128.72

Como se puede conocer, las variaciones que se generan en su valor técnico unitario por acción, difiere en aproximadamente \$ 111 de manera positiva, mientras que en aproximadamente \$ 95 de manera negativa, es decir la empresa es muy sensible a las variaciones de sus ventas.

Finalmente, para el presente proyecto se analizó la necesidad de valorar a la empresa Milenium Merchandise debido a que la misma se encuentra en la necesidad de obtener capital fresco para financiar sus operaciones y no depender en gran medida de las entidades del sistema financiero nacional, una vez que se analizaron de manera detallada los ambientes de macro y micro entorno de la empresa, se pudieron determinar los aspectos positivos y negativos con los cuales opera la compañía.

El análisis antes mencionado, conlleva factores que se encuentran relacionados tanto en la parte administrativa, así como en la parte financiera, los mismos que permiten identificar los inconvenientes que pudiesen estar o presentándose para la comercialización que realiza Milenium Merchandise en el mercado de artículos promocionales encaminados al sector corporativo.

Dado que la empresa tiene una trayectoria en el mercado, se puede determinar que mantiene buenos niveles de desarrollo, además de un paulatino crecimiento, con lo cual sus administradores así como sus accionistas pueden tener la confianza de mantener su inversión, y aún más obtener inversiones de potenciales interesados.

Puesto que este análisis también le permite a la compañía conocer de sus posibles debilidades, es un beneficio que está alcanzando para mejorar su parte

administrativa y enfrentarse a dificultades que se puedan presentar en el entorno, dado que un factor importante es la inflación que afecta al poder adquisitivo de las personas y por ende a las empresas.

La empresa Milenium Merchandise al momento dispone de una variada gama de productos que le permiten sustentar la demanda que se ha generado en los últimos años, lo cual le ha permitido contar con un desarrollo y ser considerada para recibir distintos premios a la calidad, lo cual le hace mucho más cotizada. Cabe mencionar que al realizar el análisis tanto vertical como horizontal de sus Estados Financieros, se puede conocer que la parte financiera ha sido manejada de manera adecuada, claro que siempre es necesario estar fortaleciendo este aspecto, ya que las cifras financieras son una parte, que permiten tomar las decisiones en la compañía. Cabe mencionar que este aspecto es muy valorado por las entidades bancarias para otorgar los créditos que al momento dispone Milenium Merchandise, puesto que sus indicadores de liquidez, actividad, endeudamiento así como de rentabilidad son aceptables.

En cuanto, al presente estudio, se puede comentar que las previsiones financieras generadas se encuentran dentro de los parámetros que se han dado a conocer en cuanto se refiere a la evolución que tiene la economía ecuatoriana, puesto que se ha considerado distintas fuentes para tratar de evitar distorsiones en la información que se produzca.

Es así que al momento de realizar el análisis de valoración se consideró una proyección de 6 años, ya que según los expertos, se puede considerar un rango entre 5 y 10 años, además una vez que se obtuvieron los flujos de caja libres así como el valor residual y se descontaron a una tasa de descuento apropiada, que cabe recalcar se tomó en consideración la realidad con los que trabaja Milenium Merchandise, tanto en su deuda así como el rendimiento que se espera obtener de sus acciones; y así obtener el valor aproximado que tiene la empresa así como las acciones de la misma actualmente.



## CAPITULO 6

### CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

#### 6.1 Conclusiones

- La trayectoria de 14 años de Milenium Merchandise en el mercado ecuatoriano así como la calidad y excelencia en los productos y servicios ofrecidos, le ha permitido ser acreedora al premio a la calidad otorgado por Latin America Quality Institute, durante el 2014.
- A pesar de los reconocimientos obtenidos, la compañía carece de una planificación estratégica completa, dado que no ha existido un interés por parte de sus administradores para analizar de manera más profunda sus factores tanto internos como externos que afectan de manera directa a las relaciones comerciales con otras empresas, así como un análisis que permita aprovechar mucho más los potenciales nichos de mercado y generar estrategias que permitan actuar frente a la competencia.
- La empresa necesita de manuales de procedimientos, ya que muchos de sus procesos se han llevado de manera intrínseca, lo que genera en cierta medida una desorganización que provoca una falta de optimización en la utilización de recursos tanto materiales como económicos.
- La compañía presenta inconvenientes con el manejo de sus importaciones ya que los constantes cambios en las políticas comerciales del exterior han generado que se disminuya sin mucha relevancia la utilidad bruta debido al relativo incremento de costos, además que se genere incertidumbre al momento de invertir en algunas líneas de los productos que oferta.
- La empresa Milenium Merchandise presenta un nivel de endeudamiento elevado, ya que tiene una dependencia con las entidades financieras del país, puesto que ha adquirido varios créditos, tanto a corto plazo como a largo

plazo, ya que ha requerido de capital de trabajo para mantener sus operaciones.

- De acuerdo al indicador financiero, prueba ácida durante el último año, se dispone de \$ 0,83 para cubrir cada dólar que tienen en obligaciones la empresa Milenium Merchandise, puesto que dispone de un inventario muy alto, ya que una de sus características es de mantener un stock inmediato para sus clientes, que sin embargo en el tiempo pueden ser un inconveniente ya que no le permitirá generar liquidez inmediata.
- En lo que conlleva los indicadores de actividad, Milenium Merchandise refleja problemas en el cobro de sus cuentas pendientes, ya que no realiza un análisis previo a sus clientes que solicitan un crédito, debido a que no cuenta con una persona especializada para efectuar dicho proceso, lo que genera problemas de morosidad por parte de sus clientes. En cuanto a las cuentas por pagar, la compañía durante el último año no ha aprovechado el crédito disponible por parte de sus proveedores ya que ha cancelado tempranamente sus obligaciones, restando liquidez a sus operaciones.
- Milenium Merchandise cuenta con una estructura de financiamiento para el 2013 que se encuentra con una participación mayoritaria de capital externo representado en un 87%, mientras que el capital interno es del 13%, con lo cual ha generado que en ocasiones la empresa tenga problemas de liquidez y deba recurrir a créditos internos por parte de sus accionistas en casos emergente, sin embargo ello no le ha impedido ser una empresa rentable.
- El incremento en los costos de los productos, a causa de las modificaciones en las políticas comerciales del exterior, no han afectado sobre manera al margen de rentabilidad bruta ya que éste ha crecido en un 10,61% en relación al año 2012, sin embargo el margen neto de rentabilidad ha decrecido pasando del 2,72% en el 2011 a 1,95% en el 2013, debido en gran parte al costo financiero que ha contraído la empresa.

- Los datos considerados para la valoración de la empresa, están plenamente sustentados en procedimiento técnicos obtenidos de diversos autores y expertos en temas de valoración, así como las fuentes consideradas responden a datos actualizados del sector externo de la empresa así como de sus datos históricos.
- El proceso de valoración considerado determina que el valor de la empresa Milenium Merchandise es de aproximadamente \$ **290.140,89**; mientras que el valor técnico aproximado de sus acciones corresponde a \$ **32,76**; cabe mencionar que este alto valor es consecuencia que la empresa dispone al momento de 800 acciones, que en los próximos años serán incrementadas y por ende dicho valor unitario se ajustará a la cantidad de acciones que se emitan.

## **6.2 Recomendaciones**

- La empresa debe conocer la necesidad de implementar la herramienta de planificación estratégica, donde se detallan los objetivos estratégicos y el análisis que se le da a los mismos, además que se genere una estructura organizacional que permita ir más lejos de lo alcanzado hasta el momento.
- Desarrollar manuales de procedimientos que ayuden a la empresa a encaminar cada uno de los procesos operativos que permitan la optimización de los recursos y hacer frente a inconvenientes que se generan por el desconocimiento en el manejo de ciertos procesos.
- Realizar un análisis previo de los posibles cambios que se susciten en el manejo de importaciones para nuevos periodos, y así evitar el incremento de costos innecesarios y minimizar la incertidumbre.

- Reducir la dependencia de los créditos a corto plazo con las IFIs, por medio del aprovechamiento de los plazos de crédito otorgados por los proveedores así como de optimizar la recuperación de cartera promoviendo un análisis previo al otorgamiento de crédito a los clientes y así reducir la morosidad de los mismos.
- Generar políticas de cobro a clientes y pago a proveedores, con la finalidad de aprovechar los recursos de terceros y así financiar las operaciones actuales y futuras de la empresa permitiéndole mejorar sus niveles de rentabilidad así como de financiamiento a un menor costo.
- Se debe incrementar el aporte de capital de la empresa utilizando las reservas que se mantienen en el patrimonio, así como de realizar una reforma a la estructura accionaria, para que el valor de las acciones sea razonable a los cotizados en el mercado y generen interés por parte de potenciales inversionistas.
- Emplear el presente estudio de valoración como un instrumento que permita realizar un análisis más exhaustivo a la parte tanto administrativa como financiera y permita la tomas de decisiones en pro del desarrollo de Milenium Merchandise.

## BIBLIOGRAFÍA

### Libros

- ACCID. (2009). *Valoración de empresas*. España: Profit.
- Aching, C. (2005). *Ratios Financieros y Matemáticas de la Mercadotecnia*. Proccencia y Cultura.
- Alonso, R., & Villa, A. (2007). *Valoración de Empresas*. España: MundiPrensa.
- Amaya, J. (2006). *Gerencia: Planeación & Estrategia*. Colombia: Santo Tomás.
- Arellano, C. (12 de Marzo de 2013). Dolarización en Ecuador, sus dos facetas. *Los Tiempos*.
- Barajas, A. (2008). *Finanzas para No Financistas 4ta ED*. Colombia: Pontificia Universidad Javeriana.
- Borello, A. (1994). *El Plan de Negocios*. Madrid.
- Carrión, J. (2007). *Estrategia De la visión a la acción 2da ED*. ESIC.
- Chavarría, H. (2001). *Cuaderno Técnico No. 18 Factores No Económicos de la Competitividad*. IICA.
- David, F. (2003). *Administración Estratégica 9ED*. México: Pearson.
- Fernández, P. (1996). *Opciones, Futuros e Instrumentos Derivados*. España: Deusto.
- Gitman, L. (2007). *Principios de Administración Financiera 11ED*. México: Pearson.
- Grinblatt, M., & Titman, S. (2003). *Mercados Financieros y Estrategia Empresarial 2º ED*. Madrid: McGrawHill.
- Lipman, F. (2002). *La Guía completa para la Valoración y Venta de su Empresa*. España: Deusto.
- Maldonado, G. (2005). *Metodología de Investigación Científica, Técnicas de Estudio y Proyectos*. Quito.
- Mascareñas, J. (2011). *Fusiones, Adquisiciones y Valoración de Empresas 5ED*. Madrid: Ecobook.

- Montserrat, P. (2011). *Guía Práctica para la Valoración de Empresas*. Barcelona: Profit.
- Ortíz, O. L. (2001). *El Dinero, la Teoría, la Política y las Instituciones*. México: UNAM.
- Porter, M. (2009). *Ser Competitivo*. Canignó S.L.
- Ramírez, A. R. (2007). *Valoración de Empresas y Gestión Basada en Valor*. Thomson Editores.
- Realp, J. M. (2009). Valoración de empresas en el contexto de una due diligence. *Revista de Contabilidad y Dirección*, Vol. 8, 191-206.
- Sanjurjo, M., & Reinoso, M. (2003). *Guía de Valoración de empresas 2 ED*. Madrid: Pearson.
- Stowe, J., Robinson, T., Pinto, J., & McLeavey, D. (2007). *Equity Asset Valuation*. Canadá: John Wiley & Sons Inc.
- Tanaka, G. (2005). *Análisis de los Estados Financieros para la Toma de Decisiones*. Lima: Fondo Editorial de la Pontificia Universidad Católica del Perú.
- Titman, S. (2009). *Valoración*. Pearson.
- Van Horne, J., & Wachowicz, J. J. (2002). *Fundamentos de Administración Financiera 11ª ED*. México: Pearson.

### **Leyes y Normativas**

- Congreso Nacional del Ecuador. (1999). *Codificación de la Ley de Compañías*. Quito: RO.
- IASB. (Marzo 2004). *NIC 38: ACTIVOS INTANGIBLES*.

### **Artículos de Revistas**

- Maldonado, F., & Puebla, A. (2014). El dinamismo de la empresa ecuatoriana. *Ekos*, 45-154.
- Redacción Economía. (31 de Diciembre de 2012). El abandono de la moneda nacional se estableció por un clamor nacional. *El Telégrafo*.

## Documentos electrónicos

- Banco Central del Ecuador. (2009). *Previsiones de Inflación*. Obtenido de <http://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/311-inflaci%C3%B3n>
- Banco Central del Ecuador. (Abril de 2011). *Metodología de la Información Estadística 3ra ED*. Obtenido de <http://contenido.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/IEMensual/metodologia/METODOLOGIA3RAed.pdf>
- Banco Central del Ecuador. (Junio de 2014). *Estadísticas Macroeconómicas Presentación Coyuntural*. Obtenido de <http://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/EstMacro062014.pdf>
- Banco Central del Ecuador. (Junio de 2014). *Estadísticas Macroeconómicas Presentación Estructural*. Obtenido de <http://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/EstMacroEstruc2014.pdf>
- Banco Central del Ecuador. (Febrero de 2014). *Evolución de la Balanza Comercial Enero - Diciembre 2013*. Obtenido de <http://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorExterno/BalanzaPagos/balanzaComercial/ebc201402.pdf>
- Banco Central del Ecuador. (Septiembre de 2014). *Evolución del volumen de crédito y tasas de interés*. Obtenido de <http://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/BoletinTasasInteres/ect201409.pdf>
- Banco Central del Ecuador. (2014). *Indicadores Económicos*. Obtenido de <http://www.bce.fin.ec/index.php/indicadores-economicos>
- Banco Central del Ecuador. (Enero de 2015). *Estadísticas Macroeconómicas Presentación Coyuntural*. Obtenido de

<http://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/EstMacro012015.pdf>

Banco Central del Ecuador. (Febrero de 2015). *Estadísticas Macroeconómicas Presentación Coyuntural*. Obtenido de <http://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/EstMacro022015.pdf>

Banco Central del Ecuador. (Enero de 2015). *Evolución del Volumen de Crédito y Tasas de Interés*. Obtenido de <http://contenido.bce.fin.ec/docs.php?path=/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/BoletinTasasInteres/ect201501.pdf>

Botero, M. A. (Agosto de 2010). *Gerencie*. Obtenido de <http://www.gerencie.com/el-analisis-del-contexto-politico-legal-economico-socio-demografico-y-tecnologico-pest-una-necesidad-para-asegurar-la-viabilidad-de-una-empresa.html>

Buenos Negocios. (17 de Diciembre de 2012). *Análisis FODA: diagnóstico para decidir*. Obtenido de <http://www.buenosnegocios.com/notas/231-analisis-foda-diagnostico-decidir>

Cervera, R. C. (1999). *MÉTODOS Y TÉCNICAS DE INVESTIGACIÓN*. Obtenido de <http://pendientedemigracion.ucm.es/info/sdrelint/Metodos.pdf>

COMEX. (19 de Noviembre de 2013). *Resolución 116*. Obtenido de <http://comercioexterior.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2013/12/RESOLUCION-No.-116.pdf>

COMEX. (14 de Enero de 2014). *Resolución 3*. Obtenido de [http://comercioexterior.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2014/01/Resolucion-003\\_2014.pdf](http://comercioexterior.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2014/01/Resolucion-003_2014.pdf)

Deloitte. (Diciembre de 2013). *Ecuador Competitivo 2013*. Obtenido de Informativo Gerencial: <http://www.deloitte.com/assets/Dcom->



Ecuador/Local%20Assets/Documents/Informativo%20Gerencial/DELOITTE-Diciembre.pdf

Dirección Nacional de Síntesis Macroeconómica. (Diciembre de 2014). *Estadísticas Macroeconómicas Presentación Coyuntural*. Obtenido de <http://contenido.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/EstMacro122014.pdf>

Economía. (2009). *Riesgo País y el EMBI*. Obtenido de [http://www.economia.com.mx/riesgo\\_pais\\_y\\_el\\_embi.htm](http://www.economia.com.mx/riesgo_pais_y_el_embi.htm)

EOIwikiAdmin. (s.f.). *Análisis Porter de las cinco fuerzas en Competitividad*. Obtenido de [http://www.eoi.es/wiki/index.php/Archivo:28\\_Porter.jpg](http://www.eoi.es/wiki/index.php/Archivo:28_Porter.jpg)

Espiñera Pacheco y Asociados adscrita a PWC. (2013). *Valoración de Empresas como Estrategia de Negocio (3/4)*. Obtenido de Boletín de Consultoría Gerencial: <http://www.pwc.com/ve/es/asesoria-gerencial/boletin/assets/boletin12-3-2013.pdf>

Espiñera Pacheco y Asociados adscrita a PWC. (2013). *Valoración de empresas como Estrategia de Negocio (4/4)*. Obtenido de Boletín de Consultoría Gerencial: <http://www.pwc.com/ve/es/asesoria-gerencial/boletin/assets/boletin12-4-2013.pdf>

Federación Iberoamericana de Bolsas. (Junio de 2014). *Anuario Estadístico*. Obtenido de <http://www.fiabnet.org/anuarios/Anuar-14web.pdf>

Fernández, P. (Octubre de 1998). *EVA, beneficio económico y creación de valor*. Obtenido de IESE: <http://web.iese.edu/pablofernandez/docs/98octp20-23.pdf>

Fernández, P. (4º Trimestre de 2008). *Cómo Valorar las Acciones de una Empresa*. Obtenido de [http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2008/11/178\\_FOR-Valorar%20Acciones\\_32-37.pdf](http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2008/11/178_FOR-Valorar%20Acciones_32-37.pdf)

Fernández, P. (Noviembre de 2008). *Métodos de Valoración de Empresas*. Obtenido de <http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0771.pdf>

- Fernández, P. (Marzo de 2011). *WACC: Definición, interpretaciones equivocadas y errores*. Obtenido de <http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0914.pdf>
- Fernández, P. (22 de Julio de 2014). *Métodos de valoración de empresas*. Obtenido de [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1267987&rec=1&srcabs=1266623&alg=1&pos=2](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1267987&rec=1&srcabs=1266623&alg=1&pos=2)
- García, O. (18 de Agosto de 2009). *Introducción al Diagnóstico Financiero*. Obtenido de <http://www.oscarleongarcia.com/site/documentos/complem02ed4revisiodelosEEFF.pdf>
- IASB. (Septiembre de 2010). *Marco Conceptual para la Información Financiera*. Obtenido de <http://www.ifrs.org/IFRSs/IFRS-technical-summaries/Documents/Marco%20Conceptual.pdf>
- Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (Septiembre de 2014). *Indicadores Laborales*. Obtenido de [http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/Nuevo%20Marco%20Conceptual/201409\\_EnemduPresentacionN\\_15años.pdf](http://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/EMPLEO/Nuevo%20Marco%20Conceptual/201409_EnemduPresentacionN_15años.pdf)
- Labatut, G. (Junio de 2005). El valor de las empresas: Métodos de valoración tradicionales y comparativos (múltiplos). *CISS, 676*. Obtenido de [file:///C:/Users/usuario/Downloads/1.\\_Valoracion\\_de\\_Empresas.pdf](file:///C:/Users/usuario/Downloads/1._Valoracion_de_Empresas.pdf)
- Martínez, V. (2001). Métodos Clásicos de Valoración de Empresas. *Investigaciones Europeas*, 49-66. Obtenido de *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*: <http://www.aedem-virtual.com/articulos/iedee/v07/073049.pdf>
- Matriz FODA. (2011). *Matriz FODA*. Obtenido de <http://www.matrizfoda.com/>
- Mejía, C. A. (Abril de 2004). *Los Valores Corporativos*. Obtenido de *Documentos Planning*: <http://www.planning.com.co/bd/archivos/Abril2004.pdf>

- Newman, G. D. (2006). *Red de Revistas Científicas de América Latina, el Caribe, España y Portugal*. Obtenido de <http://www.redalyc.org/pdf/761/76109911.pdf>
- Pisón, I. (s.f.). *El CFROI: Una herramienta de Valoración de la Creación de Valor*. Obtenido de [http://webs.uvigo.es/contaudi/pdf/ELCFROI\\_1.pdf](http://webs.uvigo.es/contaudi/pdf/ELCFROI_1.pdf)
- PRO ECUADOR. (Marzo de 2014). *Boletín de Comercio Exterior Feb/Mar 2014*. Obtenido de PRO ECUADOR: <http://www.proecuador.gob.ec/wp-content/uploads/2014/03/feb-mar-final-2.pdf>
- PRO ECUADOR. (Febrero de 2015). *Boletín de Comercio Exterior Ene / Feb 2015*. Obtenido de <http://www.proecuador.gob.ec/wp-content/uploads/2015/02/BoletinEne-feb-bce-final.pdf>
- Ramírez, J. (2001). *El Proceso de dolarización en el Ecuador. Análisis estadístico*. Obtenido de <https://www.dspace.espol.edu.ec/bitstream/123456789/2194/1/4310.pdf>
- Romero, I. (05 de Febrero de 2014). *Poderes Inteligencia Política*. Obtenido de <http://poderes.com.ec/2014/resolucion-116-y-los-sectores-afectados/>
- Secretaría Nacional de Planificación y Desarrollo. (2013). *Plan Nacional para el Buen Vivir 2013-2017*. Obtenido de <http://www.buenvivir.gob.ec/versiones-plan-nacional>
- Superintendencia de Compañías. (11 de Octubre de 2011). *Resolución No. SC.ICI.CPAIFRS.G.11.010*. Obtenido de [http://www.supercias.gob.ec/visorPDF.php?url=bd\\_supercias/descargas/niif/Resolucion%2010.2011.pdf](http://www.supercias.gob.ec/visorPDF.php?url=bd_supercias/descargas/niif/Resolucion%2010.2011.pdf)
- Superintendencia de Compañías. (18 de Febrero de 2011). *RESOLUCIÓN No. SC.SG.DRS.G.11.02*. Obtenido de [http://www.supercias.gob.ec/bd\\_supercias/descargas/lotaip/14b.pdf](http://www.supercias.gob.ec/bd_supercias/descargas/lotaip/14b.pdf)
- Tomalá, M. (s.f.). *La Inflación en el Ecuador*. Obtenido de ZONA ECONOMICA: <http://www.zonaeconomica.com/ecuador/evolucion-inflacion/inflacion>