



UNIVERSIDAD TÉCNICA PARTICULAR DE LOJA

La Universidad Católica de Loja

ÁREA ADMINISTRATIVA

TITULACIÓN DE INGENIERO EN ADMINISTRACIÓN EN BANCA Y
FINANZAS

**Valoración de empresas mediante los métodos de balance y descuento de
flujo de fondos.**

Caso: Compañía azucarera Valdez, periodo 2008-2018

TRABAJO DE FIN DE TITULACIÓN

AUTORES: Iñiguez Medina, Yessenia Stefania

Puglla Suqui, María Fernanda

DIRECTOR: Cortés García, José Salvador, M.C.

LOJA-ECUADOR

2014

APROBACIÓN DEL DIRECTOR DEL TRABAJO DE FIN DE TITULACIÓN

Maestro en Ciencias.

José Salvador Cortés García

DOCENTE DE LA TITULACIÓN

De mi consideración:

El presente trabajo de fin de titulación: Valoración de empresas mediante los métodos de balance y descuento de flujo de fondos. Caso: Compañía azucarera Valdez, periodo 2008-2018 realizado por Iñiguez Medina Yessenia Stefania y Puglla Suqui María Fernanda ha sido orientado y revisado durante su ejecución, por lo cual se aprueba la presentación del mismo

Loja, junio de 2014

f).....

DECLARACIÓN DE AUTORÍA Y CESIÓN DE DERECHOS

“Iñiguez Medina Yessenia Stefania y Puglla Suqui María Fernanda declaramos ser autoras del presente trabajo de fin de titulación: Valoración de empresas mediante los métodos de balance y descuento de flujo de fondos. Caso: Compañía azucarera Valdez, periodo 2008-2018, de la titulación de Administración en Banca y Finanzas siendo Cortés García José Salvador director del presente trabajo; y eximo expresamente a la Universidad Técnica Particular de Loja y a sus representantes legales de posibles reclamos o acciones legales. Además certifico que las ideas, conceptos, procedimientos y resultados vertidos en el presente trabajo investigativo, son de mi exclusiva responsabilidad.

Adicionalmente declaramos conocer y aceptar la disposición del Art. 67 del Estatuto Orgánico de la Universidad Técnica Particular de Loja que en su parte pertinente textualmente dice: “Forman parte del patrimonio de la Universidad la propiedad intelectual de investigaciones, trabajos científicos o técnicos y tesis de grado que se realicen a través, o con el apoyo financiero, académico o institucional (operativo) de la Universidad”

f).....
Autor: Iñiguez Medina Yessenia Stefania
Cédula: 1104132343

f).....
Autor: Puglla Suqui María Fernanda
Cédula: 1900743715

DEDICATORIA

El presente trabajo lo quiero dedicar primeramente a Dios por ser el dueño de mi vida y haberme permitido concluir con éxito mi formación profesional; a mis padres Aida y Carlos por haberme guiado y apoyado en todo momento, gracias a ellos hoy soy lo que soy y puedo decir que son el pilar fundamental de mí existencia; a mis hermanos de corazón Andrea, Carlos, Cristian, José Luis y Emilia por todo el apoyo brindado durante toda mi vida; a mis amigas y más que eso hermanas Estefi y Mafer por acompañarme durante estos 5 años de estudio; y como no dedicar este trabajo a Cristina y a Yandri mis dos ángeles guerreros que hoy ya no están conmigo pero que su partida me sirvió de ejemplo de lucha y valentía.

Yessenia

Dedico este trabajo principalmente a Dios, por permitirme llegar a esta etapa tan especial en mi vida y ser mi fortaleza en los buenos y malos momentos.

A mis queridos padres María y Lorenzo, por ser un apoyo en mi carrera y mis logros, por su esfuerzo, sacrificio, amor y confianza que siempre me han brindado.

A mis hermanos Maritza, Yuri, Andrea y Andrés por brindarme su apoyo y cariño incondicional.

A mis maestros, gracias por su enseñanza, por su apoyo así como por la sabiduría que me transmitieron en el desarrollo de mi formación profesional.

A mis familiares, amigos y todas aquellas personas que de una u otra manera contribuyeron en el logro de este trabajo.

Mafer

AGRADECIMIENTO

A la Universidad Técnica Particular de Loja que por medio de la escuela de Administración en Banca y Finanzas nos abrió las puertas de la enseñanza y aprendizaje para poder concluir con nuestra formación profesional.

De manera especial nuestro agradecimiento al M.C. Salvador Cortés director de tesis, por habernos apoyado y guiado en la realización del mismo, gracias por compartir con nosotras su tiempo y sobretodo su valioso conocimiento.

Así mismo también agradecemos al Ing. Miguel Ángel Peñarreta coordinador de nuestra titulación por todos los conocimientos compartidos durante nuestra carrera profesional, gracias por motivarnos y ayudarnos a superarnos.

Finalmente queremos agradecer a todos nuestros docentes que nos acompañaron en estos cinco años de estudio; gracias por todos los conocimientos impartidos ya que de una u otra manera nos ayudaron para poder concluir con la elaboración de este tema.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

APROBACIÓN DEL DIRECTOR DEL TRABAJO DE FIN DE TITULACIÓN	ii
DECLARACIÓN DE AUTORÍA Y CESIÓN DE DERECHOS.....	iii
DEDICATORIA	iv
AGRADECIMIENTO	v
ÍNDICE DE CONTENIDOS.....	vi
RESUMEN	1
ABSTRAC.....	2
INTRODUCCIÓN	3
CAPÍTULO I	4
MARCO TEÓRICO Y CONCEPTUAL.....	4
1.1. La empresa	5
1.1.1. Elementos de la empresa.	6
1.1.2. La empresa y su entorno.	8
1.1.2.1. Macroambiente.....	8
1.1.2.2. Microambiente.....	9
1.1.3. Clasificación de las empresas.	10
1.1.4. La empresa industrial.....	11
1.1.5. Valoración de empresas.....	12
1.1.5.1. Conceptos contemporáneos de valoración de empresas.....	12
1.1.5.2. La valoración de empresas en el mundo actual.....	13
1.1.5.3. Proceso de valoración de empresas.....	17
1.1.5.3.1. Análisis financiero.....	20
1.1.5.3.2. Estructura financiera y costo de capital.....	20
1.1.5.4. Beneficios de la valoración.....	21
1.1.5.5. Métodos de valoración de empresas.....	22
1.1.5.5.1. Métodos basados en el balance (valor patrimonial).....	23
1.1.5.5.1.1. Valor contable.....	24
1.1.5.5.1.2. Valor Contable ajustado.....	24
1.1.5.5.1.3. Valor de liquidación.....	25
1.1.5.5.1.4. Valor sustancial.....	25

1.1.5.5.2.	<i>Métodos basados en el descuento de flujo de fondos.....</i>	26
1.1.5.5.2.1.	<i>Método general para el descuento de flujo de fondos.....</i>	27
1.1.5.5.2.1.1.	<i>Obtención de proyecciones financieras.....</i>	27
1.1.5.5.2.1.2.	<i>Determinación del flujo de caja adecuado.....</i>	28
1.1.5.5.2.1.3.	<i>Cálculo de la tasa de descuento.....</i>	29
1.1.5.5.2.1.4.	<i>Obtención del valor residual.....</i>	30
1.1.5.5.2.1.5.	<i>Obtención del valor de la compañía.....</i>	30
1.1.5.5.3.	<i>Métodos basados en la cuenta de resultados.....</i>	31
1.1.5.5.3.1.	<i>Valor de los beneficios Per.....</i>	31
1.1.5.5.3.2.	<i>Valor de los dividendos.....</i>	31
1.1.5.5.3.3.	<i>Múltiplo de las ventas.....</i>	31
1.1.5.5.4.	<i>Métodos mixtos, basado en el fondo de comercio o goowill.....</i>	32
CAPÍTULO II	33
DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y ANÁLISIS SITUACIONAL	33
2.1.	<i>Sector industrial del Ecuador.....</i>	34
2.1.1.	<i>Sector azucarero ecuatoriano.....</i>	34
2.2.	<i>Ingenio Valdez.....</i>	36
2.2.1.	<i>Enfoque estratégico.....</i>	37
2.2.1.1.	<i>Estructura Organizacional.....</i>	38
2.2.1.1.1.	<i>Modelo organizacional del ingenio Valdez.....</i>	38
2.2.2.	<i>Descripción del negocio.....</i>	39
2.2.2.1.	<i>Productos y Servicios.....</i>	40
2.2.3.	<i>Macroambiente.....</i>	41
2.2.3.1.	<i>Producción nacional de azúcar.....</i>	41
2.2.3.2.	<i>Indicadores económicos.....</i>	42
2.2.3.3.	<i>Aspecto político en materia laboral.....</i>	48
2.2.3.4.	<i>Aspecto tecnológico.....</i>	48
2.2.4.	<i>Microambiente.....</i>	49
2.2.4.1.	<i>Mercado y competencia.....</i>	49
2.2.4.2.	<i>Clientes.....</i>	49
2.2.4.3.	<i>Abastecimiento de materia prima.....</i>	50

2.2.4.4.	<i>Agentes Reguladores</i>	52
CAPITULO III		54
DIAGNÓSTICO FINANCIERO DEL INGENIO VALDEZ.....		54
3.1.	Estados financieros.....	55
3.1.1.	<i>Balance general</i>	55
3.1.1.1.	<i>Análisis vertical del balance general</i>	56
3.1.2.	<i>Análisis horizontal del balance general</i>	57
3.1.3.	<i>Estado de pérdidas y ganancias</i>	59
3.1.3.1.	<i>Análisis vertical del estado de pérdidas y ganancias</i>	59
3.1.3.2.	<i>Análisis horizontal del estado de pérdidas y ganancias</i>	60
3.1.4.	<i>Razones financieras</i>	60
3.1.4.1.	<i>Indicadores de liquidez</i>	60
3.1.4.2.	<i>Indicadores de actividad</i>	62
3.1.4.3.	<i>Indicadores de rentabilidad</i>	65
3.1.4.4.	<i>Indicadores de endeudamiento</i>	68
CAPITULO IV		72
APLICACIÓN DE LOS MÉTODOS DE VALORACIÓN CASO “COMPAÑÍA AZUCARERA VALDEZ”		72
4.1.	<i>Métodos basados en el balance (valor patrimonial)</i>	73
4.1.1.	<i>Valor contable ajustado</i>	73
4.1.2.	<i>Valor sustancial</i>	73
4.2.	<i>Métodos basados en el descuento de flujos de fondos</i>	74
4.2.1.	<i>Método general para el descuento de flujos</i>	74
4.2.1.1.	<i>Obtención de proyecciones financieras</i>	74
4.2.1.2.	<i>Determinación del flujo de caja adecuado</i>	78
4.2.1.3.	<i>Cálculo de la tasa de descuento</i>	80
4.2.1.4.	<i>Obtención del valor residual</i>	82
4.2.1.5.	<i>Obtención del valor de la compañía</i>	83
4.3.	<i>Análisis de resultados</i>	83
4.3.1.1.	<i>Comparación de métodos aplicados</i>	83
4.3.1.2.	<i>Método seleccionado para la valoración de Valdez</i>	84
CONCLUSIONES		85

RECOMENDACIONES	86
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	87
ANEXOS	90

RESUMEN

El presente trabajo consistió en estimar el valor de mercado del ingenio Valdez, el cual es uno de los tres ingenio más importantes del Ecuador, para realizar esta valoración se estableció un periodo de análisis del 2008 al 2012, se tomó básicamente la información pública contenida en sus estados financieros, con el propósito de analizar la situación económica y financiera de la misma. Para valorar el ingenio se consideró el método basado en el descuento de flujo de fondos, el cual considera a la empresa como un ente generador de fondos; otro método que se aplicó es el de balance, mediante este se conoce el valor presente de la empresa. Para realizar las proyecciones se utilizó el método de porcentaje de ventas y mediante la utilización del Costo medio ponderado de capital (CMPC) se obtuvo la tasa de descuento apropiada, para posteriormente descontar los flujos de caja libre proyectados al 31 de diciembre del 2015. Una vez descontados los flujos, se estimó el valor de mercado de la compañía.

PALABRAS CLAVES: goowill, zafra, valor intrínseco, valor de mercado agregado, flujo de caja libre, valor residual, beneficio Per, razones financieros, proyecciones financieras, costo de los recursos propios, costo medio ponderado de capital.

ABSTRAC

The present work was to estimate the market value of sugar mills Valdez, which is one of the three most important sugar mills Ecuador, to make this assessment a period of analysis from 2008 to 2012 was established, basically took public information in its financial statements in order to analyze the economic and financial situation of the same . To rate wit was considered based on discounted cash flow, which the company considers as a funding entity generating method ; another method that was applied is the balance , by this the present value of the company is known . To make projections of the percentage of sales method was used and by using the weighted average capital cost (WACC) the appropriate discount rate was obtained for subsequent crediting the projected free cash flows at December 31, 2015. After deducting flows, the market value of the company was estimated.

KEYWORDS: goowill, harvest, intrinsic value, value of market attaché, free cash flow, residual value, benefit Per, reason financial, financial projections, cost of the own resources, half pondered cost of capital.

INTRODUCCIÓN

Las finanzas son una herramienta que permiten realizar un juicio sobre el valor del negocio pero no contiene por sí misma la respuesta al valor de la empresa. La valoración significa dar valor monetario a ciertas cosas, valorar es medir la eficiencia entre la teoría y la práctica, este proceso pretende analizar la capacidad que tiene la empresa para generar dinero en el corto y largo plazo. La valoración es utilizada con frecuencia para la venta, planificación estratégica, análisis de inversión, salidas a bolsa y, en varios casos se utiliza como referencia para evaluar y remunerar a los directivos.

El presente trabajo de fin de titulación se enfoca en realizar la aplicación de métodos de valoración en el ingenio Valdez, con el fin de dar a conocer el valor presente y futuro de la misma, utilizando la información financiera emitida por la Superintendencia de Compañías. Los métodos seleccionados son: el método de balance y el método de descuento de flujos de fondos, en este último se toma en consideración proyecciones que corresponden al periodo 2013-2015.

La estructura de investigación consta de cuatro capítulos; en el primero se define el marco teórico y conceptual de la valoración de empresas; el segundo hace referencia a la descripción de la empresa y análisis situacional; en el tercer capítulo se realiza el análisis financiero del ingenio Valdez y por último en el capítulo cuatro realizamos la aplicación de los métodos antes mencionados.

La importancia de la aplicación de los métodos de valoración de empresas es que sirve como instrumento financiero actualizador, que permite a los administradores e inversionistas tomar decisiones.

El tipo de estudio empleado en el presente trabajo es el correlacional, mediante este recopilaremos la información necesaria para comprobar que la falta de aplicación de los métodos de valoración de empresas provoca una ineficiente valoración de las mismas. Se tomó en consideración la recopilación documental, apoyándonos en datos históricos que proporciona el balance general y el estado de pérdidas y ganancias de Valdez, así como también datos relacionados con la producción y ventas que tiene los ingenios en el Ecuador, para lo cual se hará uso de fuentes de información como el: BCE (Banco Central de Ecuador), MAGAP (Ministerio de Agricultura, Ganadería, Acuacultura y Pesca), CINCAE (Centro de Investigación de Caña de Azúcar del Ecuador) entre otras.

CAPÍTULO I
MARCO TEÓRICO Y CONCEPTUAL.

1.1. La empresa

García y Casanueva (2008) opinan que la empresa, es la entidad que proporciona al individuo los productos y servicios que satisfacen sus necesidades.

La empresa es el lugar en donde se ofrecen productos y servicios para satisfacer la demanda de los consumidores.

Munch (2010) señala que la empresa es la unidad económico-social en la cual a través del capital, el trabajo y la coordinación de recursos se producen bienes y servicios para satisfacer las necesidades de la sociedad.

La empresa es la institución en la cual tienen dos factores principales como son el capital y el trabajo, debido a que sin estos no sería posible la creación de una empresa para la elaboración de sus productos y servicios.

Gil (1998) define a la empresa de las siguientes maneras:

- ✓ Como **institución del empresario**: esta definición está ligada al concepto más antiguo de una unidad económica dirigida por un empresario, donde no hay ningún tipo de diferencia entre el propietario de la empresa y el que la dirige.
- ✓ Como **unidad de beneficio**: el único sentido de la empresa es la obtención de un excedente económico. En este sentido solo se considera como empresas aquellas unidades económicas que dan un superávit a los empresarios privados, quedando excluidas las empresas públicas y cooperativas, etc.

La empresa produce bienes y servicios necesarios para satisfacer necesidades sociales por medio del capital. (Hernández & Pulido, 2011)

La empresa elabora productos y servicios para cubrir con las necesidades de los demandantes y de esta manera obtener un beneficio económico.

Suarez (1996) opina que resulta realmente difícil definir una realidad tan compleja, diversa y cambiante como es la empresa, y de ahí las muchas definiciones que sobre las mismas se han vertido a lo largo del tiempo. En una primera aproximación definiremos a la empresa como un conjunto de factores de producción coordinados, cuya función es producir y cuya finalidad viene determinada por el sistema de organización económica en el que la empresa se halla inmersa. En el sistema capitalista o de economía de mercado, el fin de la empresa ha constituido

tradicionalmente en la obtención del máximo beneficio o lucro, mientras que en las economías colectivistas con dirección centralizada el fin de la empresa ha consistido en cumplir los objetivos asignados en un plan tan general, de ámbito nacional, regional o local.

La empresa es una organización social que realiza un conjunto de actividades y utiliza una gran variedad de recursos ya sean financieros, materiales, tecnológicos y humanos, la cual se encarga de generar los bienes y servicios que demanda la población con carácter lucrativo o no lucrativo, en el ámbito privado o estatal, así la empresa para su adecuado funcionamiento requiere de varias áreas de actividad, que son: finanzas, producción, mercadotecnia y recursos humanos.

1.1.1. Elementos de la empresa.

Bueno (1996), considera que los elementos que forman parte del proceso de transformación de valor que desarrolla una empresa pueden clasificarse en dos grupos:

- Factores pasivos: constituidos por los recursos económicos, clásicos, tierra y capital.
- Factores activos: representan a las personas involucradas en la empresa

Una empresa para poder desempeñar sus funciones necesita del capital técnico-económico y grupo humano, debido a que sin el capital financiero, la tecnología, inversiones técnicas, materiales y mercancías la empresa no podría adquirir los recursos para la elaboración de su producto, de la misma manera sin los propietarios, empleados y directivos que son los que actúan de manera directa en la empresa no se podría realizar el proceso de producción y comercialización de estos.

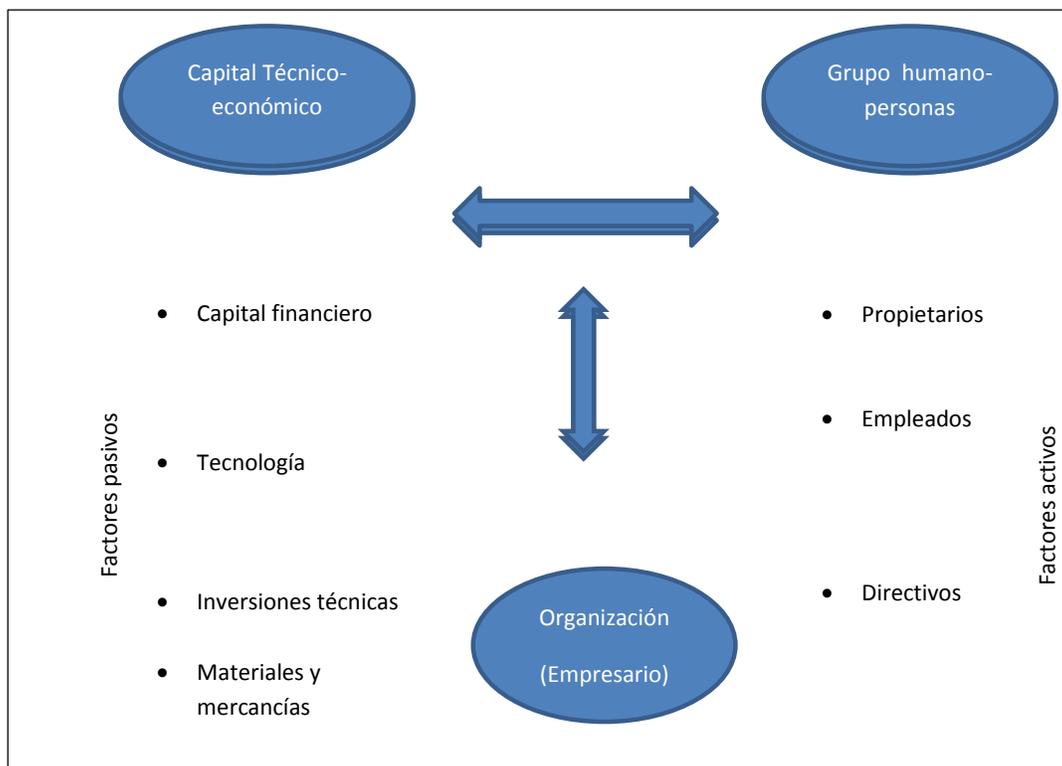


Figura 1. Los elementos de la empresa
Fuente: Bueno (1996)

De la anterior clasificación se desprende que los bienes económicos pueden ser clasificados tanto por su naturaleza tangible o intangible, como su temporalidad:

- **Duraderos o inversiones:** vinculados al ciclo de capital de la empresa.
- **No duraderos o corrientes:** vinculados a su ciclo de explotación del cual deberá apoyarse en la estructura económica.

En cuanto a los *factores activos* pueden ser desarrollados con una adecuada dirección de recursos humanos o de personas, representa el concepto clásico de la *fuerza de trabajo* o el moderno de *capital humano* o de *grupo humano*.

Dentro del *capital humano* se puede diferenciar grupos de personas diferenciados por sus intereses, papel y relaciones con la empresa. Tal es el caso, como queda reflejado en la figura 1 de estos elementos:

- Propietarios del capital de la empresa:
- Con ánimo de control.

- Simples inversores financieros.
- Empleados o trabajadores.
- Directivos o administradores.

Bueno, Cruz y Durán (2000) Consideran que la clasificación de los elementos constituyentes de la estructura de la empresa sería la siguiente:

- El grupo humano y las personas.
- Los bienes económicos.
- La organización.

Para que la empresa pueda llevar a cabo las actividades de producción y distribución de sus productos tiene que disponer de factores productivos, humanos y financieros.

1.1.2. La empresa y su entorno.

Bueno y otros (2000) opinan que el entorno es todo lo que está fuera de los límites de la empresa. Sin embargo puede ser útil concretar el entorno en dos partes diferenciales; entorno social y específico.

Laborda y Zuani (2009) señalan que el entorno empresarial es usual distinguir en dos ámbitos: El macro entorno o general y el micro entorno sectorial o específico.

Puede definirse el entorno de la organización como todos los elementos que influyen de manera significativa en las operaciones diarias de la empresa y se clasifican como:

- Macroambiente
- Microambiente

1.1.2.1. Macroambiente.

Bueno y otros (2000) denominan al macroambiente como entorno social (general) que afecta a todas las empresas en una sociedad dada.

Laborda y Zuani (2009) señalan que el macro entorno o general es el conjunto de factores que afectan a todas las organizaciones de una sociedad dada, entre los componentes que más se destacan son; económicos, políticos-legales, socio-culturales y educativo-tecnológicos.

El macroambiente es el sector externo de la empresa que afecta no solo a una sino a todas las que se encuentran en el mercado, entre los principales aspectos del ambiente externo se tienen los siguientes:

- ⇒ **Condiciones económicas.-** se refiere al estado actual de la economía relacionada con la inflación, ingresos, producto interno bruto, desempleo, etc.
- ⇒ **Condiciones socio-culturales.-** es el estado general de los valores sociales dominantes en aspectos como los derechos humanos y el medio ambiente natural, las orientaciones en educación y las instituciones sociales relacionadas con ella, así como los patrones demográficos, etc.
- ⇒ **Condiciones político-legales.-** se refiere al estado general de la filosofía y objetivos dominantes del partido que se encuentra en el gobierno, así como las leyes y reglamentaciones gubernamentales establecidas.
- ⇒ **Condiciones tecnológicas.-** relacionadas con el estado general del desarrollo y disponibilidad de la tecnología en el entorno, incluyendo los avances científicos.
- ⇒ **Condiciones ecológicas.-** referidas a la naturaleza y al medio ambiente natural o físico, incluyendo la preocupación por el medio ambiente.

1.1.2.2. Microambiente.

Bueno y otros (2000) definen al microambiente como entorno específico (particular) que afecta a cada empresa en concreto más directamente.

Laborda y Zuani (2009) señalan que el micro entorno sectorial o específico es la parte del entorno que afecta de forma singular a un conjunto de empresas de características similares, los componentes de este son; clientes, las fuerzas competitivas, el grado de concentración, el tamaño, diversidad de fuentes para obtener recursos y el grado de madurez.

El microambiente es aquel que está integrado por las organizaciones y personas reales con quienes se relacionan con la empresa. Entre los principales se incluyen:

- **Los clientes.-** constituido por los grupos de personas o instituciones que compran los bienes y/o usan los servicios de la organización.
- **Los proveedores.-** son los abastecedores específicos de la empresa, tanto de información y financiamiento, como de la materia prima que la empresa necesita para operar.

- **La competencia.-** empresas específicas que ofertan bienes y servicios iguales o similares a los mismos grupos de consumidores o clientes.
- **Los agentes reguladores.-** que son las agencias y representantes gubernamentales, a nivel local, estatal y nacional, que sancionan leyes y reglamentos que afectan las operaciones de la empresa dentro de un país determinado.

1.1.3. Clasificación de las empresas.

Munch (2010) clasifica a la empresa de la siguiente manera:

- ✓ **Por su tamaño** existen diversos criterios para clasificar el tamaño de las empresas: de acuerdo con el volumen de ventas, de producción, capital y personal ocupado. A partir de estos criterios se determina el tamaño de la empresa, la cual puede ser micro, pequeña, mediana o grande.
- ✓ **Por su finalidad** dependiendo de la finalidad para la que fueron creadas y del origen de las aportaciones de su capital, las empresas pueden clasificarse en privadas y públicas.
- ✓ **Por su actividad económica** de acuerdo con la actividad económica que realicen, las empresas pueden ser industriales, comerciales y de servicio.

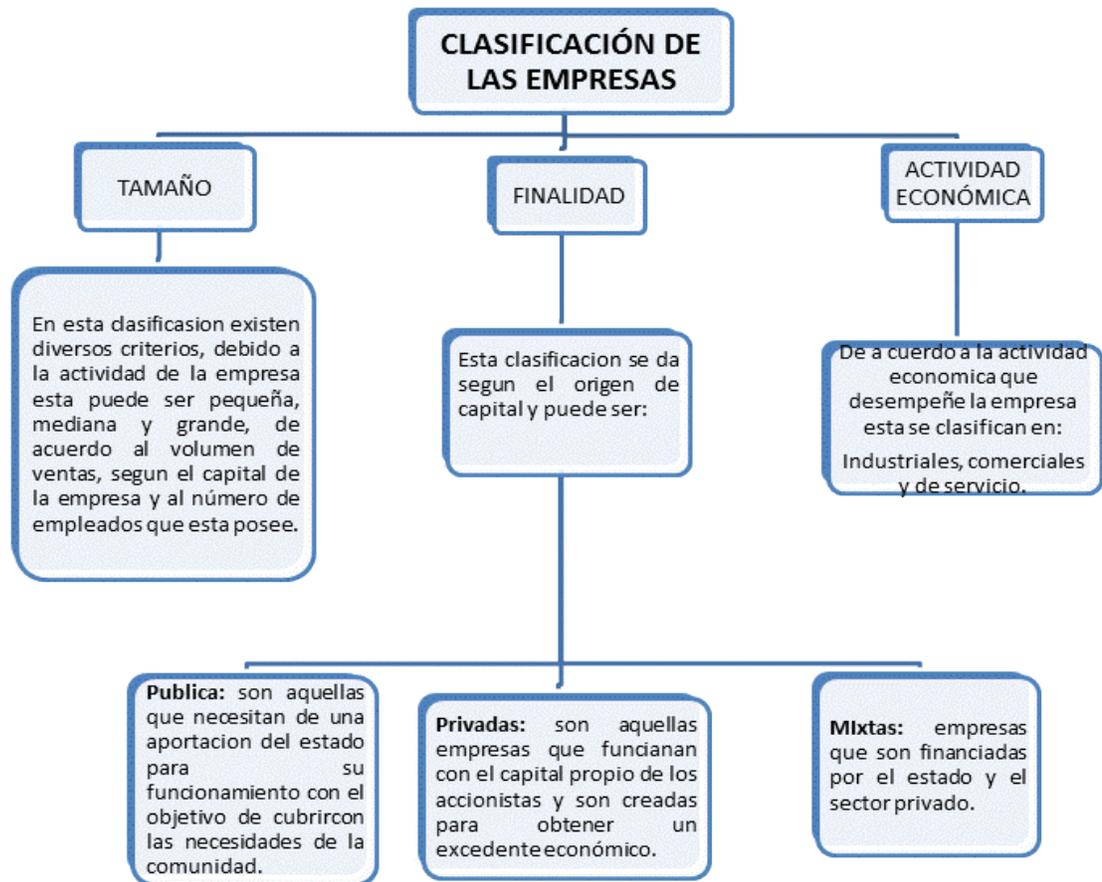


Figura 2. Clasificación de las empresas
Fuente: Munch (2010)

Según la clasificación anterior, el ingenio Valdez pertenece a la empresa industria de acuerdo a la actividad económica que realiza.

1.1.4. La empresa industrial.

Anzola (2000) señala que las empresas industriales son aquellas que transforman o modifican la materia prima en productos terminados.

Munch (2010) define a la empresa industrial como aquella que produce bienes mediante la transformación y extracción de materias primas.

Las empresas elaboran sus productos a partir de determinados materiales, utilizan máquinas y sistemas técnicos diversos para desarrollar sus actividades productivas, consumen energía para llevarlas a cabo y establecen diferentes procedimientos de fabricación. (La Empresa Industrial, 2012)

La empresa industrial se origina a partir de que el hombre se vio en la necesidad de producir armas y demás utensilios para los individuos de la sociedad. Las actividades productivas que el hombre realiza con la ayuda de máquinas y herramientas se denominan industria.

La empresa industrial es aquella en la cual un determinado producto pasa por el proceso de transformación, es la unidad orgánica integrada por medios materiales (capital, inmuebles, etcétera), personales (directivos, técnicos y obreros) y jurídicos (que norma las relaciones entre los distintos elementos) para obtener determinados productos al menor costo, logrando con esto obtener una calidad fijada, con el mayor beneficio posible.

1.1.5. Valoración de empresas.

Cruz y Rosillo (2002) definen el valor como el reflejo de la capacidad que tiene una empresa para aprovechar al máximo el capital con que cuenta.

La definición financiera del valor es: el excedente que se obtiene al descontar lo generado en la operación de una empresa y el costo en el cual se incurrió para obtener el capital necesario y poner en marcha la entidad, durante un determinado periodo.

Según Fabregat (2013) El valor de una empresa depende de dos situaciones:

- ✓ La capacidad de generar flujos de caja en el futuro.
- ✓ El riesgo de un negocio y su nivel de endeudamiento.

En general, una empresa tiene distinto valor para diferentes compradores y para el vendedor. El valor no debe confundirse con el precio, que es la cantidad a la que el vendedor y comprador acuerdan realizar una operación de compraventa de una empresa.

Una empresa puede tener distinto valor para diferentes compradores por diferentes razones: distintas percepciones sobre el futuro del sector y de la empresa, distintas estrategias, economías de escala, economías de complementariedad, etc.

García (2003) señala que la generación de valor es el resultado del éxito de la estrategia.

1.1.5.1. Conceptos contemporáneos de valoración de empresas.

Manjares (2010) indica que durante los años 20 la valoración de los activos era considerada como: “el activo vale lo que se pagó por él, más lo que pueda generar por su explotación”. Bajo este concepto el propietario de la empresa fijaba el valor de sus activos para el presente,

tomando en cuenta el valor de sus inventarios, la maquinaria y equipos y los muebles, a ello se le adicionaba una prima por la explotación del activo.

La teoría del método de valoración al Valor Sustancial, simplemente consideraba la sumatoria de sus activos.

$$VNA = \Sigma (\text{Activos Circulantes} + \text{Activos Fijos} - \text{Pasivos})$$

$$VNA = \text{Valor Neto del Activo}$$

En los años cuarenta y cincuenta la situación cambió y no bastaba con saber el valor total de los activos, sino que se observaron otras variables como la utilidad y los riesgos.

Larrabee (2012) señala que uno de los pioneros de la valoración de empresas mediante los flujos de caja, fue John Burr Williams (1899-1989), primer economista que consideró los precios de las acciones determinados por “valores intrínsecos”¹ y desde esta perspectiva fue quién desarrollo el análisis fundamental y se convirtió en el fundador de la valoración de empresas mediante el método de flujos descontados. “El meollo de la teoría de Williams fue que el valor intrínseco de una empresa es igual al valor actual de los dividendos futuros, no de sus ganancias. Las ganancias son sólo un medio para alcanzar un fin, y los medios no deben ser confundidos con el final”.

A mediados de la década de los ochenta en los Estados Unidos, registrado como marca por la firma Stern & Stewart aparece el valor económico agregado o EVA, llamado así debido a las siglas de su nombre en inglés (Economic Value Added). Básicamente el EVA va de acuerdo con el objetivo que tiene todo empresario: que su negocio crezca y se convierta en generador de riqueza, que le retribuya todo el sacrificio que tuvo que hacer para ponerlo en marcha. Dentro de este sacrificio existe un costo que tiene que asumir el mismo empresario, en el cual están implicados factores como el riesgo del mismo negocio, la facilidad de obtener recursos y el pago de las obligaciones que se adquieren.

1.1.5.2. La valoración de empresas en el mundo actual.

Fernández (2008) señala que la valoración de una empresa es un ejercicio de sentido común que requiere unos pocos conocimientos técnicos y mejora con la experiencia. Ambos (sentido común y conocimientos técnicos) son necesarios para no perder de vista: ¿qué se está

¹ El **valor intrínseco** de una acción es aquel obtenido al dividir el activo neto (patrimonio líquido) de la sociedad por el número de sus acciones pagadas o en circulación.

haciendo?, ¿por qué se está haciendo la valoración de determinada manera? y ¿para qué y para quién se está haciendo la valoración? Casi todos los errores en valoración se deben a no contestar adecuadamente a alguna de estas preguntas, esto se puede dar por falta de conocimientos o de sentido común.

Manjares (2010) explica que en la actualidad se han creado y desarrollado varios modelos de valoración empresarial y se podría decir que una empresa puede ser valorada casi con cualquier variable, cada modelo tiene sus aciertos y desaciertos, sus fortalezas y debilidades. El profesor Mascareñas catedrático de la Universidad Complutense de Madrid, señala que es preferible la valoración por flujos de caja descontados, pero sin embargo no basta con hacer cálculos matemáticos y estadísticos para estimar el valor de una empresa en el mundo actual; la inestabilidad de los mercados, debida en parte a la globalización, hace aún más incierto el futuro de lo que era en otros tiempos. El efecto “contagio” se replica de forma casi inmediata en todas las latitudes, a la misma velocidad de las transacciones electrónicas de las bolsas.

Para realizar la valoración de una empresa se necesita de datos contables, debido a que estos son la información principal que tiene una empresa sobre su realidad económica y financiera. Mediante la obtención de estos datos el individuo puede aplicar cualquier método que se utiliza en la valoración de empresas, tema que hablaremos más adelante.

García (2003), propone que, la creación del valor en la empresa se promueve de tres maneras:

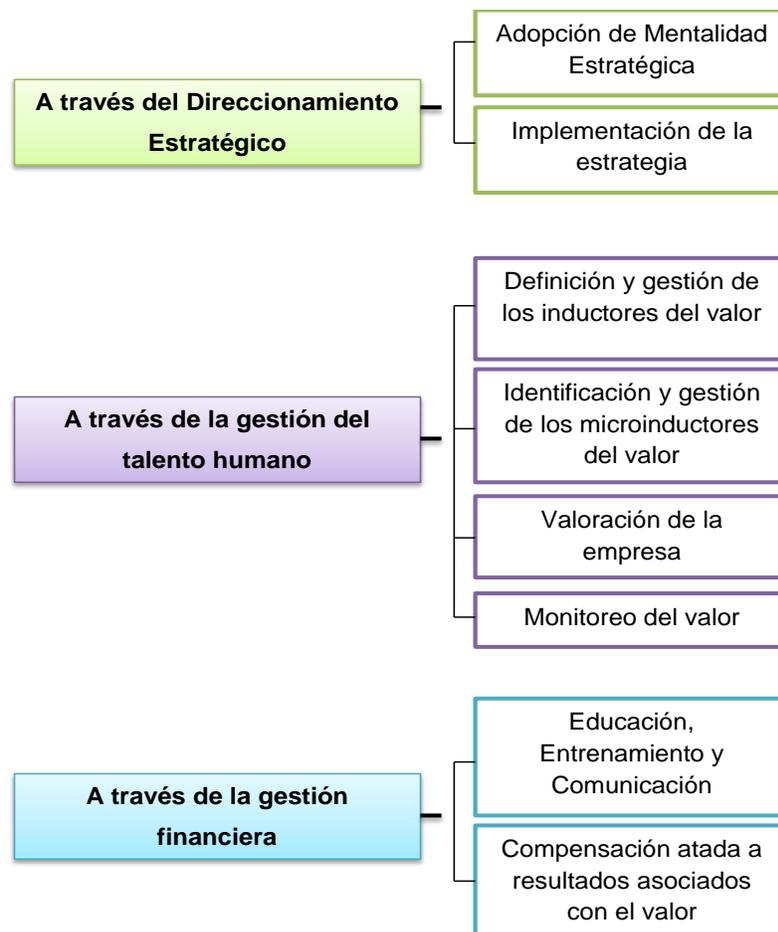


Figura 3. Creación del valor de la empresa
Fuente: García (2003)

- **A través del direccionamiento estratégico**
 - **Adopción de mentalidad estratégica.-** Es la forma de pensar que permite dar forma y clarificar el perfil estratégico futuro de la organización.
 - **Implementación de la estrategia.-** Se relaciona con las actividades que deben llevarse a cabo para hacer que la estrategia opere de acuerdo con las intenciones de la gerencia.
- **A través de la gestión financiera**
 - **Definición y gestión de los inductores del valor.-** Este proceso consiste en determinar cuál o cuáles son las variables asociadas con la operación de la empresa que más inciden o afectan su valor, para luego promover en todos los niveles de la organización el alineamiento de las decisiones hacia la mejora permanente de esas variables, denominadas Inductores del Valor. Se definirá

Inductor del Valor como aquel *aspecto de la operación de la empresa que está atado en relación causa-efecto a su valor y por lo tanto permite explicar el porqué de su aumento o disminución como consecuencia de las decisiones tomadas.*

- **Identificación y gestión de los microinductores del valor.-** Los *Microinductores de valor son indicadores que a medida de las características de la empresa están asociados con el mejoramiento de los inductores operativos y financieros.*
- **Valoración de la empresa.-** El único motivo para valorar una empresa no es la intención de venderla. Puede haber otros como los asociados con la medición de la creación del valor.
- **Monitoreo del valor.-** Este proceso se relaciona con el procedimiento que se utilizará para realizar el monitoreo de los resultados asociados con el valor agregado. Cuáles indicadores se utilizarán, con qué periodicidad se calcularán, quiénes se encargarán de acumular la información necesaria para obtener ciertos indicadores, quiénes administrarán el modelo de valoración de la empresa y cálculo del EVA.
- **A través de la gestión del talento humano**
 - **Educación, entrenamiento y comunicación.-** Si el Objetivo Gobernante de una organización es la permanente creación del valor para sus propietarios lo mínimo que debe enseñársele a sus miembros es la forma en que las decisiones que toman conducirán el alcance de dicho objetivo.
 - **Compensación atada a resultados asociado con el valor.-** Un adecuado sistema de Microinductores asociado a un esquema de compensación por resultados permite alinear los intereses de los accionistas y los gerentes.

Para muchos la valoración de una empresa podría parecer un conjunto de cifras que agrupadas de acuerdo con una serie de reglas convergen en un resultado aparentemente infalible.

Rojo (2007) indica que la valoración de empresas se basa en gran medida en la teoría de la inversión y la teoría financiera, define a la valoración como ciencia y como arte.

- La valoración de empresas como ciencia combina, por un lado, la observación de una serie de factores internos y externos que afectan a la entidad, el sector al que pertenece y en general al entorno macroeconómico; y por el otro, la utilización de una serie de

técnicas cuantitativas de análisis asociadas principalmente con la estadística, la economía y las finanzas.

- Como arte la valoración de empresas combina la experiencia, conocimiento, juicio y olfato de quién valora para identificar los aspectos críticos o relevantes relacionados con los factores mencionados en el párrafo anterior.

Rojo (2007) indica que las hipótesis fundamentales asociadas a la valoración de empresas son:

- ✓ **La hipótesis del mercado eficiente.-** Sugiere que el precio de una acción refleja toda la información relevante asociada con la empresa. Las características del mercado eficiente sugieren que es virtualmente imposible obtener rentabilidades en exceso a través de la inversión en acciones en el corto plazo.
- ✓ **Hipótesis del justo valor de mercado.-** Es el valor de la empresa al que se llega cuando no existe ningún tipo de presión para vender ni presión para comprar por parte de hipotéticos compradores y vendedores.

El valor de una empresa está necesariamente asociado a su corriente futura de beneficios. Los diversos intereses de las partes involucradas en un ejercicio de valoración y las incertidumbres del mercado hacen que la proyección de las diferentes variables sea una tarea compleja.

1.1.5.3. Proceso de valoración de empresas.

García (2003) señala que el proceso de valoración de una empresa consiste en elaborar un modelo que permita determinar el eventual efecto que decisiones alternativas podrían tener sobre el valor de la empresa. Este modelo puede utilizarse, igualmente, para determinar el incremento del MVA² en relación con el periodo anterior.

En la figura 6 se ilustra el proceso de valoración de una empresa propuesto por Sarmiento Julio (Pontificia Universidad Javeriana).

² **Valor de mercado agregado:** Es igual al valor presente de los EVA futuros. Es lo que en el lenguaje cotidiano se denomina "Prima del Negocio"

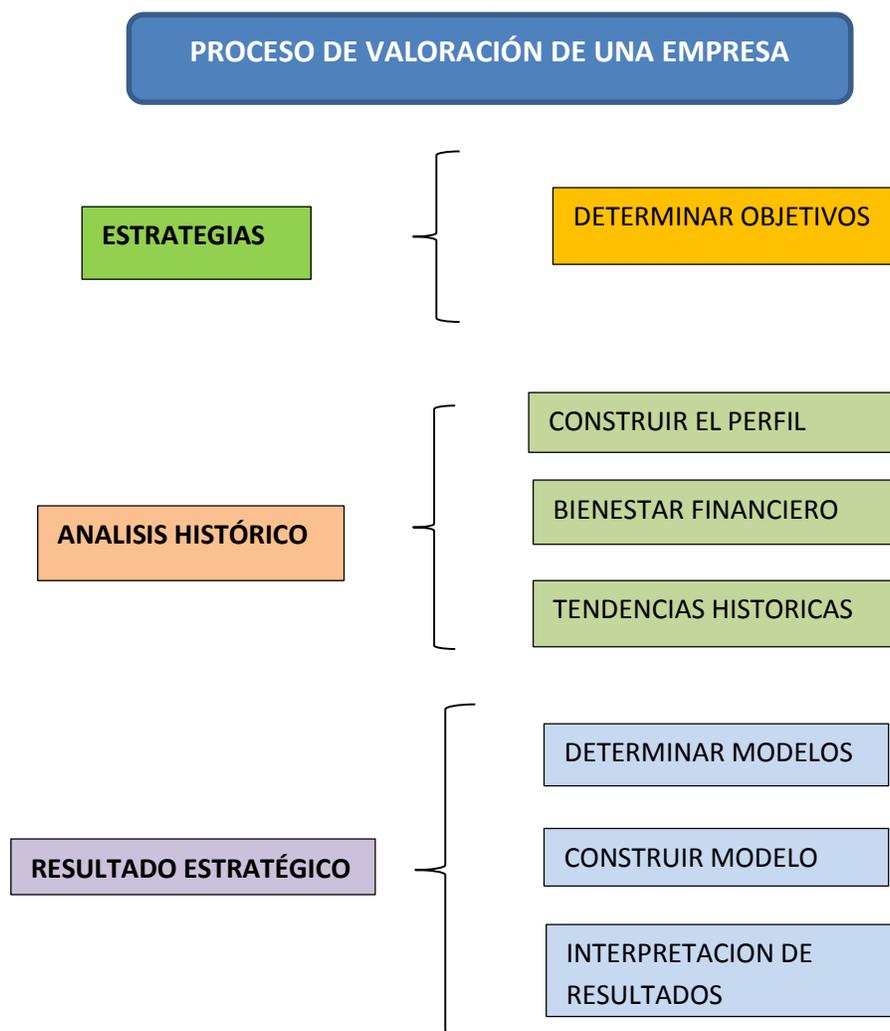


Figura 4. Proceso de Valoración de una empresa
Fuente: Departamento de Administración de la Pontificia Universidad Javeriana.

Para la realización de la valoración de empresas tenemos primeramente que ver que estrategias debemos utilizar para ello se elaboran objetivos los cuales estarán alineados a la situación en la que se encuentre sea como comprador o vendedor. El segundo paso es realizar un análisis histórico de la empresa para poder determinar la situación económica y financiera de la entidad, y por último tenemos el resultado estratégico el cual se lo obtiene mediante la determinación del modelo o método de valoración que se vaya aplicar, cabe recalcar que en cualquier caso, debe tenerse en cuenta que lo más adecuado es no confiar en un solo método de valoración. Con el fin de obtener una estimación más realista y precisa del valor de una compañía.

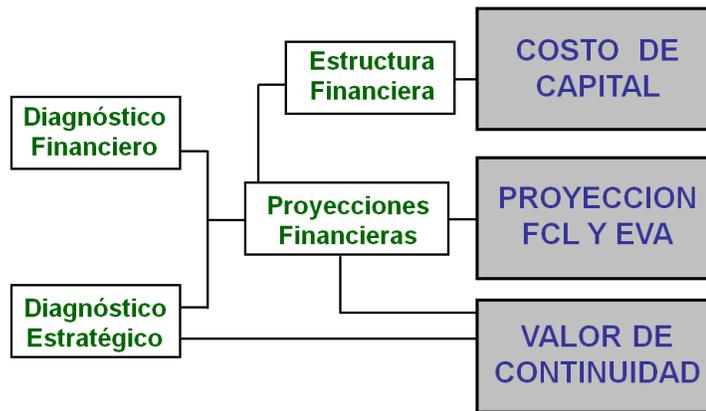


Figura 5. Pasos para la valoración de la empresa.
Fuente: Oscar León García

Según García (2003) el primer paso para valorar una empresa es la realización de un diagnóstico financiero y estratégico. Este diagnóstico permite determinar las eventuales necesidades de reestructuración operativa o financiera que requiera la empresa con el fin de incrementar su valor lo cual queda plasmado en su Plan Financiero o Plan de Desarrollo y cuyo efecto monetario se traduce en unas proyecciones financieras.

García (2003) señala que el diagnóstico financiero permite identificar oportunidades de reestructuración operativa y financiera. El diagnóstico estratégico conduce, finalmente, a formarse una idea sobre las posibilidades de generación del flujo de caja libre (FCL) en el futuro.

De las proyecciones financieras se extrae la información que permite determinar la estructura financiera adecuada de la empresa con la cual se obtiene su Costo de Capital. De esas mismas proyecciones se extrae la información necesaria para estimar, a su vez, FCL y el EVA, como quiera que el valor de la empresa se puede calcular por cualquiera de los dos métodos: La proyección del FCL o la proyección del EVA.

El Valor de Continuidad, también llamado “Valor residual”, “Valor de Perpetuidad” o “Valor Terminal” es el valor que se supone adopta la empresa como resultado del crecimiento que a perpetuidad manifestaría como consecuencia de las reestructuraciones operativas y financieras que se lleven a cabo de acuerdo con el Plan de Desarrollo que surge a partir del diagnóstico financiero y estratégico.

1.1.5.3.1. Análisis financiero.

Ortiz (2004) define al análisis financiero como un proceso que comprende la recopilación, interpretación, comparación y estudio de los estados financieros y los datos operacionales de un negocio. Esto implica cálculo e interpretación de porcentajes, tasas, tendencias, indicadores y estados financieros, complementarios o auxiliares, los cuales sirven para evaluar el desempeño financiero y operacional de la firma, lo que ayuda de manera decisiva a los administradores, inversionistas y acreedores a tomar sus respectivas decisiones.

El análisis, cualquiera que sea su finalidad, requiere de una comprensión amplia y detallada de la naturaleza y limitaciones de los estados financieros, puesto que el analista tiene que determinar si las diversas partidas presentan una relación razonable entre sí, lo cual permite calificar las políticas financieras y administrativas de buenas, regulares y malas.

El análisis financiero permite al inversionista tomar decisiones, debido a que mediante este podemos recopilar la información necesaria para presentar un resumen de la situación económica y financiera de la empresa. Para poder realizar este análisis necesitamos del balance general y estado de resultados de por lo menos los últimos cinco años logrando así examinar el comportamiento histórico que ha tenido la empresa durante este periodo.

Van y Wachowicz (2002) señalan que el análisis financiero implica el uso de diferentes estados financieros. Estos tienen varias funciones. Por principio de cuentas en el balance general se presenta un resumen de los activos, pasivos y capital propio de una empresa en un determinado periodo, que casi siempre es de un año o trimestre. Aunque el balance general es una “panorámica” de la situación financiera de una compañía *en determinado periodo*, el estado de resultados es un resumen de su rentabilidad *a través del tiempo*.

García (2003) señala que la observación de las cifras financieras históricas permite formarse una idea inicial del atractivo de la empresa que se va a valorar y facilita la identificación de eventuales oportunidades de reestructuración con el fin de mejorar su valor.

1.1.5.3.2. Estructura financiera y costo de capital.

La estructura financiera es la composición en términos absolutos (valores monetarios) o relativos (porcentajes) del estado de origen-contratación de pasivos y de la asignación de los recursos en un momento dado, el análisis de esta estructura en forma vertical es de tipo

estático. Cuando se comparan entre si dos estructuras iguales en tiempos diferentes o de diferentes empresas, se denomina análisis horizontal.

García (2003) señala que el Costo de Capital (CK) es la rentabilidad mínima que deben producir los activos de una empresa.

En el cálculo del costo de capital intervienen tres elementos: La estructura de capital, el costo de la deuda y el costo del patrimonio.

Van Horne y Wachowicz (2002) señalan que el costo de capital es la tasa de rendimiento requerida sobre los distintos tipos de financiamiento. El costo total del capital es un promedio ponderado de cada una de las tasas de rentabilidad requeridas (costos).

1.1.5.4. Beneficios de la valoración.

Fernández (2008) describe que una valoración sirve para distintos propósitos:

I. Operaciones de compraventa.

Proceso mediante el cual se lleva a cabo una operación de compra de un producto o prestación de servicio.

Comprador: La valoración le indica el precio máximo a pagar.

Vendedor: La valoración le indica el precio mínimo por el que debe vender. También le proporciona una estimación hasta cuanto puede estar dispuesto a ofrecer distintos compradores.

II. Valoraciones de empresas cotizadas en bolsa.

Para el comprador el valor obtenido con la cotización de la acción en el mercado.

- a) Para decidir en qué valores encontrar su cartera: aquellos que le parece más infravalorados por el mercado.
- b) La valoración de varias empresas y su evolución sirven para establecer comparaciones entre ellas y adoptar estrategias de inversión.

III. Salidas a bolsas.

La valoración es una forma de justificar el precio al que se ofrece las acciones al público.

IV. Sistema de remuneración basado en creación de valor.

La valoración de una empresa o una unidad de negocio son fundamentales para cuantificar la creación del valor atribuible a los directivos de la misma.

V. Identificación y jerarquización de los impulsores del valor.

Identificar las fuentes de creación y destrucción de valor.

VI. Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa.

La valoración de una empresa y de sus unidades de negocio es un paso previo a la decisión de: seguir en el negocio, vender, fusionarse, crecer o comprar otras empresas.

VII. Planificación estratégica.

Robbins y Desenzo (2002) señalan que planificar abarca definir los objetivos o las metas de la organización, establecer una estrategia general para alcanzar esas metas y preparar una amplia jerarquía de planes para integrar y coordinar las actividades. Así pues, también se refiere a los fines (lo que se hará) ya los medios (cómo se hará).

Decidir qué productos, líneas de negocio, países, clientes se podrían mantener, potenciar o abandonar.

VIII. Procesos de arbitraje y pleitos.

Sánchez y Keinnard (2013) explican que el arbitraje consiste en un procedimiento similar a un juicio: hay una controversia con demandante, demandado, un tercero que decide de manera obligatoria para las partes (que se denomina árbitro en vez de juez), una fase pruebas y sentencia (en arbitraje, denominado laudo).

La valoración mejor sustentada suele ser más aproximada a la decisión de la corte de arbitraje o del juez (aunque no siempre).

1.1.5.5. Métodos de valoración de empresas.

Fernandez (2008) expone los 4 métodos más utilizados para la valoración de empresas.

1. Métodos basados en el balance
2. Métodos basados en el descuento de flujos

3. Métodos basados en la cuenta de resultados
4. Métodos mixtos basados en el fondo de comercio o goodwill.

1.1.5.5.1. Métodos basados en el balance (valor patrimonial).

Pereyra (2008) señala que estos métodos tienen como objetivo determinar el valor de la empresa por medio de la estimación del valor patrimonial. A través de sus balances se determinará el estado de situación económico y financiero de una organización en un determinado periodo de tiempo. La fortaleza de este método es que permite rápidamente tener un marco de referencia del valor de la firma y entre sus desventajas cabe destacar la no contemplación de los futuros ingresos de la empresa, la exclusión del valor del dinero en el tiempo y el desconocimiento del impacto de variables claves como la estacionalidad de ingresos y egresos de fondos.

La Incae Business Review (2006) publica que los métodos basados en el balance tratan de estimar el valor de mercado de los activos y de los pasivos que una empresa posee, para que por diferencia se pueda obtener el valor de su patrimonio. Para el cálculo de estos métodos se utiliza como punto de partida el balance general de la empresa.

Centros Europeos de Empresas e Innovación (2008) amplía que estos métodos se utilizan para calcular el valor de la empresa a partir de la estimación del valor de su patrimonio. Proporciona el valor desde una perspectiva estática, sin considerar la evolución futura de la empresa, la situación del sector u otros problemas que no se reflejan en los estados contables.

La ventaja de estos métodos es que su aplicación es sumamente sencilla, tomamos en cuenta solamente los valores del activo restando los valores del pasivo y con ello obtenemos su valor patrimonial, entre sus debilidades se considera como un método estático en donde se utiliza como referencia el balance general de la empresa de años atrás sin tomar en cuenta los valores futuros que la empresa puede generar como por ejemplo: sus ingresos, gastos, utilidades etc.

La aplicación de este método es recomendable para que los accionistas de la empresa puedan conocer el crecimiento de la misma y mediante la información del balance general y del estado de resultados se determine la estructura financiera y económica de la empresa.

Dentro de este grupo se sitúan los siguientes métodos: valor contable, valor contable ajustado, valor de liquidación y valor sustancial, los métodos que se van a utilizar para la valoración del ingenio Valdez son: valor contable ajustado y valor sustancial, los mismos que son definidos y aplicados en el capítulo IV.

1.1.5.5.1.1. Valor contable.

Fernández (2008) indica que “el valor contable de las acciones 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” (p.4).Centros Europeos de Empresas Innovadoras (2008) acota que este método es también llamado valor en libros o patrimonio neto de la empresa, el valor contable es el valor de los fondos propios que aparecen en el balance. Se calcula como la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible, es decir, el excedente del conjunto de bienes y derechos de una sociedad sobre la totalidad de su deuda frente a terceros. Su principal defecto es que los criterios contables están sujetos a cierta subjetividad y rara vez coincide el valor contable con el valor “de mercado”.

$$\text{Valor contable} = \text{Activo total} - \text{Pasivo total}$$

1.1.5.5.1.2. Valor Contable ajustado

Fernández (2004) señala que “Es un método que trata de salvar el inconveniente que supone la aplicación de criterios exclusivamente contables en la valoración”

Pereyra (2008) señala que el propósito de éste método es subsanar la debilidad de la valoración puramente contable, aproximando la situación patrimonial de la firma a la realidad del mercado. El lector percibirá que la subjetividad en la valoración se verá incrementada, debido a causas como las fuerzas de oferta y demanda, el contexto estratégico de la firma y otras variables económicas que modificarán el valor de la empresa.

Su utilidad está basada entonces en que permite a los agentes interesados en determinar el valor de una firma, tener una mayor aproximación al valor de la cosa en función del precio que recibirían por la misma si trasladasen la propiedad al mercado, en un supuesto de cierre de la empresa.

Por otro lado, entre las debilidades del valor contable ajustado, cabe mencionar que éste método usualmente es menor que el valor contable simple, entre otros aspectos debido a la omisión de los activos intangibles, aspecto sustancial al momento de valorar una empresa. Evidentemente esto no quiere decir que en la totalidad de los casos el criterio de ajuste acarree una reducción del valor patrimonial de la firma.

Centros Europeos de Empresas Innovadoras (2008) señala que con la utilización de este método se pretende salvar el inconveniente de aplicar criterio exclusivamente contables en la valoración. La mecánica a seguir para aplicar este método es la misma que en el “Valor contable”, aunque previamente se ajustan los activos y pasivos del balance de situación a su valor de mercado.

1.1.5.5.1.3. Valor de liquidación.

La Incae Business Review (2006) expone que mediante el valor de liquidación se pretende conocer el valor de la empresa bajo el supuesto de que la misma será liquidada.

Por otra parte Fernández (2008) indica que “es el valor de una empresa en el caso de que se proceda a su liquidación, 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)” (p.5).

El valor de liquidación es el valor mínimo que se le puede dar a una empresa, consiste en asignar valores a las cuentas del activo y del pasivo en caso de que tuviera que liquidarse. Una vez asignados estos valores se puede calcular el valor patrimonial de la empresa que está dado por la diferencia entre el valor que se obtendría por la venta de los activos y pasivos.

Para el cálculo del valor de liquidación existen inconvenientes a la hora de valorar, puesto que resulta difícil dar valor a algunas cuentas como: cuentas incobrables, cuentas por cobrar, inventarios entre otras; para ello también es importante tomar en cuenta el grado de liquidez que poseen las cuentas del activo y del pasivo.

1.1.5.5.1.4. Valor sustancial

Fernández (2008) define al valor sustancial como “el valor de reposición de los activos, bajo el supuesto de continuidad de la empresa, por oposición al valor de liquidación. Normalmente no se incluyen en el valor sustancial aquellos bienes que no sirven para la explotación” (p.5).

Centros Europeos de Empresas Innovadoras (2008) señala que el valor sustancial de una sociedad equivale a la inversión que sería necesaria para constituir una empresa en idénticas condiciones a la que se está valorando. Para su cálculo se suelen dejar fuera los bienes que no son necesarios para el funcionamiento de la empresa.

Pereyra (2008) indica que el valor sustancial cobra mayor sentido bajo tres modalidades:

- ✓ Valor sustancial bruto (valor de los activos a precios de mercado).
- ✓ Valor sustancial neto de pasivos exigibles (patrimonio neto ajustado y finanzas operativas).
- ✓ Valor sustancial bruto reducido (activos netos de deuda sin coste).

1.1.5.5.2. Métodos basados en el descuento de flujo de fondos.

Manjares (2010) señala que el Flujo de Caja Descontado supone una proyección de los recursos en efectivo que se esperan de la empresa en un determinado número de años, asumiendo un valor terminal al final de los periodos. Estos flujos calculados en un futuro y su valor terminal son traídos a valor presente (descontados) con una tasa de descuento que generalmente es el costo del mismo capital invertido en la empresa; he aquí una de las dificultades de la observación: mientras los flujos son dinámicos, el costo podría ser estático, basado en la historia de la empresa y no en su futuro.

Según Pereyra (2008) “esta modalidad procura determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los ingresos económicos que se materializarán a lo largo de la existencia de la empresa” (p.18)

Centros Europeos de Empresas Innovadoras (2008) sostiene que estos métodos tratan de determinar el valor de una sociedad estimando los flujos de caja que generará la misma en el futuro, para luego descontarlos a una tasa de descuento apropiada.

En la actualidad los métodos de flujo de descuento de fondos son considerados como los más utilizados ya que son los únicos métodos conceptualmente correctos, estos nos muestran el

valor presente de la empresa tomando en cuenta sus proyecciones de ingresos y gastos que se darán en un determinado periodo.

Mediante la aplicación de estos métodos se considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos y para obtener el valor de la empresa se calcula el valor actual de dichos flujos considerando una tasa de descuento apropiada.

Fernández (2008) señala que el cálculo de la tasa de descuento es uno de los aspectos más importantes que hay que tomar en cuenta a la hora de valorar mediante estos métodos. Se efectúa teniendo en cuenta el riesgo, la volatilidad histórica de algunos indicadores y en la práctica se puede dar que el tipo de descuento mínimo lo propongan los interesados.

1.1.5.5.2.1. Método general para el descuento de flujo de fondos.

Fernández (2008) indica que este método “trata 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” (p.14).

Los métodos del descuento de flujos se pueden explicar a partir de la siguiente expresión:

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

Dónde:

CF_1 = Flujo de fondos generado por la empresa en el periodo 1

V_n = Valor residual de la empresa en el año n

K = Tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos

1.1.5.5.2.1.1. Obtención de proyecciones financieras.

El primer paso para realizar la valoración de empresas mediante el método de descuento de flujo de fondos es realizar la proyección de los estados financieros del ingenio Valdez en un determinado número de años, dicha proyección se realizará mediante el método del porcentaje de ventas, con esto se obtendrá una serie de flujos futuros que posteriormente descontaremos a una tasa adecuada.

Ross (2010), lo define al método del porcentaje de ventas como una herramienta de planeación financiera en el que las cuentas varían de acuerdo con el nivel de ventas pronosticados de una empresa. El procedimiento es dividir las cuentas del estado de resultados y del balance en dos grupos: las que varían de manera directa con las ventas y las que no lo hacen. Con un pronóstico de ventas, después se podrá calcular cuánto financiamiento necesitará la empresa para respaldar el nivel de ventas pronosticado.

1.1.5.5.2.1.2. Determinación del flujo de caja adecuado.

Para iniciar el desarrollo de estos métodos es importante conocer los diferentes tipos de flujos de fondos y las tasas de descuento apropiadas para cada flujo que se pueden considerar para la valoración.

Tabla 1. Flujo de fondos y tasas de descuento apropiadas.

FLUJO DE FONDOS	TASA DE DESCUENTO APROPIADAS
CFac. Flujo de fondos disponible para los accionistas	Ke. Rentabilidad exigida a las acciones
CFd. Flujo de fondos para la deuda	Kd. Rentabilidad exigida a la deuda
FCF. Flujo de fondos libre (free cash flow)	WACC. Coste ponderado de los recursos (deuda y acciones)
CCF. Capital cash flow	WACC. Antes de impuestos

Fuente: Fernández (2008)

- **Flujo de fondos disponible para accionistas (CFac).**

Mediante este flujo se puede conocer el valor de las acciones, que conjuntamente con el valor de la deuda, permitirá determinar el valor total de la empresa.

Centros Europeos de Empresas Innovadoras (2008) señala que este flujo se calcula restando al FCF los pagos de principal e intereses (después de impuestos) que se realizan en cada periodo a los poseedores de la deuda, y sumando las aportaciones de nueva deuda. Estos flujos se suelen descontar a la tasa de rentabilidad exigida por los accionistas. El FCF permite obtener directamente el valor total de la empresa, mientras que el CFac permite obtener el valor de las acciones, al que hay que añadir el valor de la deuda para obtener una valoración completa de la compañía.

Lo anterior se puede representar como:

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

- **Flujo de fondos para la deuda (CFd).**

Es uno de los flujos más sencillos de realizar y básicamente consiste en sumar los intereses que corresponden pagar por la deuda más las devoluciones de principal. El objetivo de este flujo es determinar el valor de mercado actual de la deuda existente y se descuenta a la tasa de rentabilidad exigida a la deuda.

- **El Flujo de caja libre (FCF, free cash flow).**

Se denomina también flujo de fondos libre, se refiere al flujo de fondos operativo y este a su vez se refiere al flujo de fondos generado por las operaciones, dinero que estaría disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades en activos fijos y en necesidades operativas de fondos sin tomar en cuenta el endeudamiento.

- **Capital cash flow (CCF).**

Se conoce como capital cash flow a la suma del cash flow para los poseedores de deuda más el cash flow para las acciones.

El cash flow para los poseedores para los poseedores de deuda es el resultado de la suma de los intereses más la devolución del principal.

Se expresa de la siguiente forma:

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

$$I = D \cdot Kd$$

1.1.5.2.1.3. Cálculo de la tasa de descuento.

Centros Europeos de Empresas Innovadoras (2008) señala que la tasa que debemos utilizar para descontar los flujos de caja libre estimados, así como el valor terminal de la compañía, debe ser el Coste Medio Ponderado de Capital (CMPC).

$$CMPC (K) = kd(1 - t) Pd + ke * Prp$$

Donde “Prp” y “Pd” son la proporción del patrimonio y de pasivo corriente sobre el Pasivo respectivamente, y “ke” y “kd” representan el coste de los recursos propios y el coste de la deuda respectivamente. “t” es la tasa impositiva del Impuesto sobre Sociedades.

Para hallar el ke se utiliza el modelo CAPM (capital asset pricing model), que se obtiene de la siguiente fórmula:

$$CAPM = Rf + \beta(Rm - Rf) + RP$$

Donde “Rm” y “Rf” son las rentabilidades de activos financieros de mercado y libres de riesgo respectivamente y “β” es un coeficiente de volatilidad que indica el riesgo de la empresa respecto del mercado. Para valores de la beta menores que uno, se supone que la sociedad analizada está sometida a un riesgo inferior al de mercado, mientras que para valores superiores a la unidad ocurre lo contrario. Un valor igual a la unidad le asignará a la empresa analizada el mismo riesgo que el mercado.

1.1.5.5.2.1.4. Obtención del valor residual.

Es el monto neto que la entidad espera obtener de un activo al final de su vida útil, después de haber deducido los costos derivados de su enajenación. El valor residual de la empresa en el año n se puede calcular mediante el descuento de los flujos futuros a partir de ese periodo. Si consideramos una duración indefinida de los flujos futuros a partir del año n, se toma en cuenta una tasa de crecimiento constante (g) y se obtiene el valor residual aplicando una fórmula simplificada de descuento con crecimiento constante.

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

1.1.5.5.2.1.5. Obtención del valor de la compañía.

Centros Europeos de Empresas Innovadoras (2008) indica que una vez proyectados los FCL y obtenido el valor residual de la empresa, los descontaremos al CMPC y los sumaremos para hallar el valor de la misma. Para ello emplearemos la fórmula mencionada anteriormente:

$$V = \frac{FCL_1}{(1 + K)} + \frac{FCL_2}{(1 + K)^2} + \dots + \frac{(FCL_n + V_n)}{(1 + K)^n}$$

Donde “FCL_i” es el flujo de fondos generado por la empresa en el período i, “V_n” el valor residual de la empresa en el año n y “k” la tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos, el CMPC o WACC en el caso de utilizar los flujos libres de caja. La cifra que obtenemos corresponde al valor total de la sociedad, al que habría que descontarle la deuda total para obtener el valor de los fondos propios.

1.1.5.5.3. Métodos basados en la cuenta de resultados.

Fernández (2008) distingue que:

A diferencia de los anteriores, estos 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. (p.7)

1.1.5.5.3.1. Valor de los beneficios Per.

Según este método, el valor de las acciones se obtiene multiplicando el beneficio neto anual por un coeficiente denominado PER (iniciales de price earnings ratio), es decir:

$$\text{Valor de las acciones} = \text{PER} \times \text{Beneficio}$$

1.1.5.5.3.2. Valor de los dividendos.

Los dividendos son los pagos periódicos a los accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones. Según este método, el valor de una acción es el valor actual de los dividendos que esperamos obtener de ella.

1.1.5.5.3.3. Múltiplo de las ventas.

Este método de valoración, consiste en calcular el valor de una empresa multiplicando sus ventas por un número. Para analizar la consistencia de este método, Smith Barney llevó a cabo un análisis de la relación entre la ratio precio/ventas y la rentabilidad de la acción. (Van & Wachowicz, 2002)

1.1.5.5.4. Métodos mixtos, basado en el fondo de comercio o goodwill.

El fondo de comercio es, en general, el valor que tiene la empresa por encima de su valor contable o por encima del valor contable ajustado. El fondo de comercio pretende representar el valor de los elementos inmateriales de la empresa, que muchas veces no aparece reflejado en el balance pero que, sin embargo, aporta una ventaja respecto a otras empresas del sector y es, por tanto, un valor a añadir al activo neto si se quiere efectuar una valoración correcta. El problema surge al tratar de determinar su valor, ya que no existe unanimidad metodológica para su cálculo. Algunas de las opciones de cálculo se detallan a continuación:

- Método de valoración "clásico"
- Método simplificado de la "renta abreviada del goodwill" o método de la UEC simplificado.
- Método de la Unión de Expertos Contables Europeos (UEC)
- Método indirecto o método "de los prácticos"
- Método anglosajón o método directo
- Método de compra de resultados anuales
- Método de la tasa con riesgo y de la tasa sin riesgo

Uno de los objetivos planteados para la elaboración del presente trabajo fue analizar la literatura existente sobre los métodos de valoración y la elaboración de este capítulo nos sirvió para conocer el marco teórico y conceptual acerca de la valoración de empresas, el mismo que nos permitió identificar los distintos métodos de valoración y el procedimiento a seguir para poder determinar el valor de la misma, así mismo dentro de este definimos lo que es la empresa, cuales son los elementos, su entorno y clasificación, permitiéndonos identificar al Ingenio Valdez dentro de que grupo se encuentra. Otro de los temas que consideramos importantes es investigar acerca del sector azucarero a nivel nacional e internacional para identificar cual es la importancia de este sector en el país y cuáles son los principales productores a nivel mundial. La investigación de este capítulo nos servirá para poder realizar un estudio de la empresa en donde se va a aplicar los métodos de valoración e identificar cuál de estos es el más adecuado para determinar su valor.

CAPÍTULO II

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA Y ANÁLISIS SITUACIONAL.

2.1. Sector industrial del Ecuador.

La Cámara de Industrias de Guayaquil (2009) señala que la industria manufacturera contribuye al producto interno bruto nacional alrededor del 14%. La rama que más aporta a la producción de este sector es la de alimentos y bebidas. Las importaciones del sector industrial representan alrededor del 43% de las importaciones totales.

Como se puede observar en la tabla 2, la economía del Ecuador tiene mayor participación en el sector terciario con un 56%, mientras que el sector secundario representa 23% y el sector primario representa el 21%.

Tabla 2. Distribución porcentual del PIB por ramas de actividad

Sectores	2013	Porcentaje
Sector primario		
- Agricultura	4787	6%
- Explotación de minas y canteras	11602	15%
Sector secundario		
- Industria	7345	10%
- Suministros de electricidad y agua	625	1%
- Construcción	9398	12%
Sector terciario		
- Servicios	42459	56%
PIB	76216	100%

Fuente: Banco Central del Ecuador

2.1.1. Sector azucarero ecuatoriano.

Asocaña (2012), señala que la producción de azúcar en el mercado internacional se caracteriza por tener varios actores. De acuerdo con la organización internacional de azúcar, aproximadamente 100 países producen caña de azúcar, mientras que el resto de países a pesar de no tener cultivos de caña, producen azúcar blanca a partir de la azúcar crudo que importan.

En la tabla 3 se observa que Brasil es uno de los principales productores de azúcar a nivel mundial, seguido de la India y la Unión Europea, el Ecuador se encuentra dentro del grupo de otros países y de los 53 millones de TM este representa el 1,89% a nivel mundial.

Tabla 3. Países productores de azúcar

Producción de azúcar 2012 (expresado en millones de TM)	
Brasil	41
India	27
Unión Europea	18
China	14
Tailandia	10
Estado Unidos	8
México	7
Rusia	5
Otros	53
Total	183

Fuente: ISO

En la figura 6 se observa que en el año 2011 el azúcar es el principal producto agrícola a nivel mundial, con una producción de 1.794 millones de toneladas, seguido del maíz con 883 toneladas y el arroz con 723 toneladas.

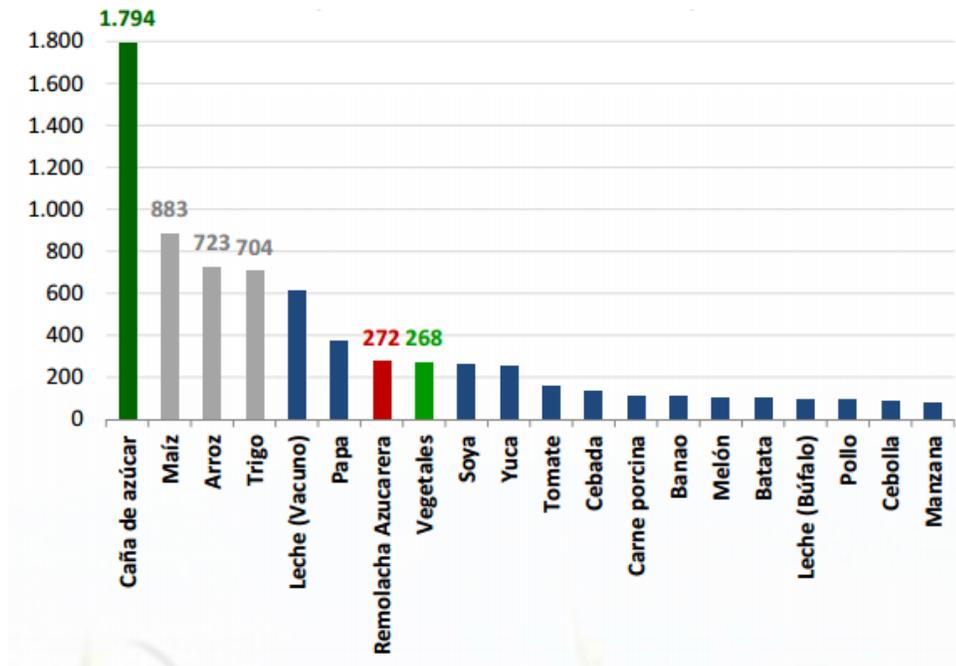


Figura 6. Producción mundial de bienes agropecuarios 2011 (millones de toneladas)
Fuente: FAO

En el Ecuador la producción de caña de azúcar es un cultivo Agro Industrial de gran importancia por la capacidad de generación de empleo directo, los datos del Banco Central, nos

informa, que: la producción de la caña de azúcar contribuye con el 1,4% al PIB nacional y genera más de 30.000 empleos directos y 80.000 indirectos sobre todo en la época seca de su cosecha (de julio a diciembre). El 20 % del cultivo de la caña de azúcar se destina a la fabricación de panela y el 80 % del área total sembrada en el Ecuador está destinada para la producción de azúcar y alcohol etílico a partir del jugo de caña y la melaza respectivamente. (Producción de la Caña de Azúcar en el Ecuador, 2012).

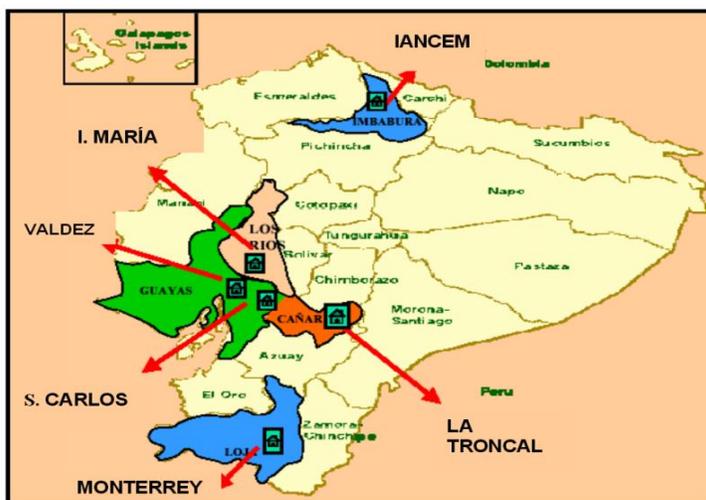


Figura 7. Mapa de ubicación de los ingenios azucareros del Ecuador
Fuente: FENAZUCAR y UNCE.

La producción de caña en el Ecuador es realizada por 6 ingenios azucareros: La Troncal-Ecudos, San Carlos, Valdez, Isabel María, IANCEM y Monterrey, siendo los tres primeros quienes generan el 90% de la producción nacional, cuya zafra se inicia en el mes de julio y termina en diciembre. La producción de azúcar se da en todo el año, trabajando seis días a la semana, el período interzafra lo realizan entre enero-febrero.

2.2. Ingenio Valdez

El ingenio Valdez fue fundado en 1884 por Rafael Valdez Cervantes, en 1922 se constituye en la ciudad de Guayaquil como Compañía Azucarera Valdez S.A., siendo sus dueños los sucesores de Rafael Valdez Cervantes, en 1992 es adquirida por Corporación Noboa y es a partir de 1996 que el Ingenio Valdez, Mall de Sol y Coca Cola fueron dadas como herencia a

Isabel Noboa, en 1997 conforma el Consorcio Nobis³ el cual se encarga de la administración de estas empresas.

2.2.1. Enfoque estratégico.

Según Sainz (2012) el enfoque estratégico se suele presentar cuando se da inicio al proceso de creación de una empresa, es ahí que surge por primera vez para la organización la definición de las decisiones estratégicas de más largo alcance: misión, visión y valores.

✓ Misión

Gimbert (2003) define a la misión como el propósito o finalidad de tipo socioeconómico de una organización, es la última razón de ser por la que la empresa va a diferenciarse del resto de compañías de su sector.

Compañía Azucarera Valdez S.A. apoyada en el mapa estratégico para alcanzar su visión, continuamente en su compromiso de cultivar caña de azúcar, producir y comercializar azúcar y panela:

- ⇒ De alta calidad e inocuos para la salud de nuestros clientes.
- ⇒ Trabajando bajo condiciones seguras de operación.
- ⇒ Bajo un marco de responsabilidad social y de respeto a la legislación aplicable.
- ⇒ Comprometidos con la conservación del medio ambiente.

✓ Visión

Según Mintzberg (2007) la visión es el conjunto de ideas generales, que proveen el marco de referencia de lo que una unidad de negocio quiere ser en el futuro. Señala el rumbo y da dirección a la empresa.

El ingenio Valdez tiene como visión, alcanzar el liderazgo en la industria azucarera basados en su eficiencia, productividad, innovación, solidez financiera y alta calidad de sus productos, comprometido con el bienestar y calidad de vida de sus trabajadores, el desarrollo de la comunidad y la conservación del medio ambiente.

✓ Valores

³ **Consorcio Nobis:** Compañía y grupo empresarial de Ecuador, fundado por la empresaria Isabel Noboa. Abarca los negocios agrícola, inmobiliario, industrial, comercial y turístico.

De acuerdo con Siliceo (1997), los valores son los cimientos de toda cultura humana y por tanto de toda cultura organizacional. Estos conforman los principios éticos y el soporte filosófico del ser y quehacer de la empresa, mismos que permitirán de manera óptima el logro de los objetivos de productividad, calidad, compromiso y satisfacción de su personal y de sus clientes.

Los valores que identifican al ingenio Valdez son:

- Fe en el país y compromiso con su desarrollo.
- Excelencia en servir al cliente.
- Trabajo eficaz y cooperativo.
- Creatividad y rentabilidad.
- Responsabilidad social.

2.2.1.1. Estructura organizacional.

Robbins y Decenzo (2002) definen la estructura organizacional como un proceso que sirve de base a los gerentes para desarrollar o cambiar la estructura de su empresa.

Tipos de departamentalización

Por lo general los tipos de departamentos están basados en:

- ⊗ Departamentalización por funciones.
- ⊗ Departamentalización por productos.
- ⊗ Departamentalización por clientes.
- ⊗ Departamentalización geográfica.
- ⊗ Departamentalización por procesos.

2.2.1.1.1. Modelo organizacional de la compañía azucarera Valdez.

El organigrama que presenta la estructura del ingenio Valdez corresponde a la departamentalización por funciones.

Para Robbins y Decenzo (2002) la departamentalización por funciones agrupa las actividades de acuerdo con las funciones que se desempeñan. Este tipo de departamentalización se puede usar en todo tipo de organizaciones, las funciones son lo único que cambian para reflejar los objetivos de las actividades de la empresa.

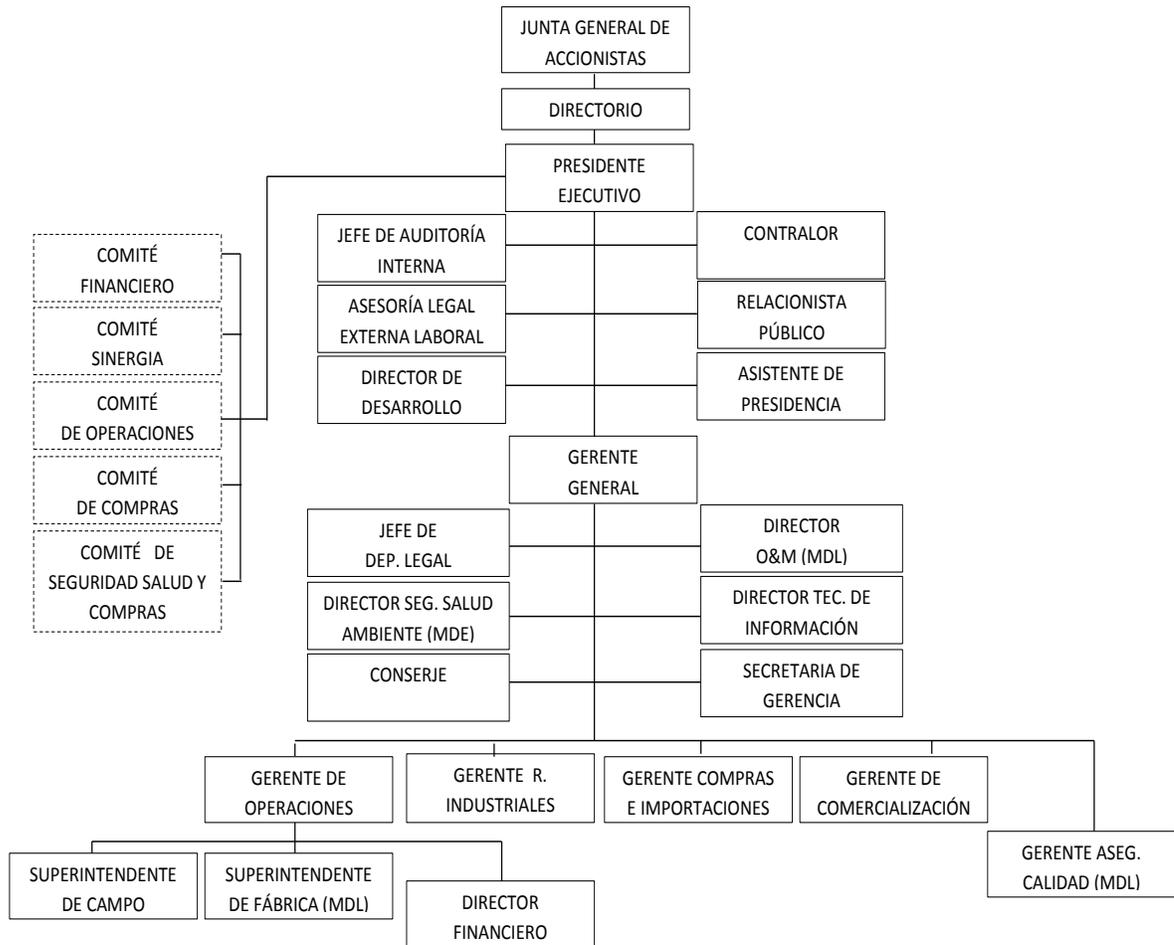


Figura 8. Organigrama del Ingenio Valdez
Fuente: Bolsa de Valores de Quito

De acuerdo a la estructura organizacional del ingenio Valdez, el área donde se desarrolla y genera la información financiera se ubica en la gerencia de operaciones, quien controla el departamento financiero el cual está a cargo de un director.

2.2.2. Descripción del negocio.

Las instalaciones de Compañía Azucarera Valdez S.A. están ubicadas al occidente del Ecuador Continental, longitud 79° 36" W, latitud 02° 09" S y en la región sur – oriental de la Provincia de Guayas, cantón Milagro, a 40 Km. de la ciudad de Guayaquil. En la tabla 4 podemos observar los datos de identificación de la compañía.

Tabla 4. Datos de identificación del Ingenio Valdez

Datos de Identificación	
Razón Social	Compañía Azucarera Valdez S.A
Número del RUC	0990005419001
Fecha de constitución:	16/01/1922
Capital suscrito: Agosto (2013)	\$ 1,306,875.03
Provincia:	GUAYAS
Ciudad:	GUAYAQUIL
Dirección:	Av. Joaquín Orrantía Sn Y Av. Juan Tanca Marengo
Teléfono:	42158111

Fuente: Superintendencia de Compañías

2.2.2.1. Productos y Servicios.

Valdez produce y comercializa azúcar para el mercado local e internacional, sus productos son:

Azúcar Valdez



Azúcar light



Azúcar Morena
Azúcar Morena Light.



Stick Pack.

Panela Valdez granulada
y en bloque.



Sal Valdez en versiones yodada
y yodada fluorurada.



2.2.3. Macroambiente.

2.2.3.1. Producción nacional de azúcar

El Ministerio de Agricultura, Ganadería, Acuacultura y Pesca (2012) afirma que mediante la información proporcionada por los ingenios para el 2012 se obtuvo una producción de 5.700.000 TM de caña de azúcar, para una producción de 588.310 TM de azúcar incluyendo azúcar blanco y crudo, que constituye un récord de producción nacional, incluso supera el pico registrado en el 2007 que alcanzó 542.348 TM.

La producción de azúcar en un 62% se concentra en la provincia del Guayas, seguida por la provincia de Cañar con 28%, Imbabura 4%, Loja 4% y Los Ríos 2%.

Por ingenio la producción se distribuye tal como se detalla en la siguiente tabla:

Tabla 5. Producción de Azúcar 2012

Ingenio	TM	Porcentaje
San Carlos	200.026	34%
Valdez	164.727	28%
Ecudos	164.727	28%
IANCEM	23.532	4%
Monterrey	23.532	4%
Isabel María	11.766	2%
Total	588.310	100%

Fuente: FENAZUCAR

Los cantones de mayor producción fueron Milagro y Marcelino Maridueña en la provincia de Guayas, La Troncal en Cañar, Ibarra en Imbabura, Catamayo en Loja y Babahoyo en Los Ríos.

2.2.3.2. Indicadores económicos.

Dentro de los aspectos económicos de la economía ecuatoriana analizaremos las tasas de crecimiento del producto interno bruto, la inflación y las variaciones del precio de la caña de azúcar y el valor comercial de la misma.

Tabla 6. Evolución de Indicadores

Año	PIB	Inflación	Caña de azúcar		Azúcar	
			Precio	Variación %	Precio	Variación %
2008	6.40%	8.8%	20.00	13%	29.00	12%
2009	0.60%	3.5%	24.00	20%	30.00	3%
2010	3.50%	3.3%	24.75	3%	39.00	30%
2011	7.80%	4.5%	27.75	12%	42.00	8%
2012	5.10%	4.1%	29.75	7%	42.55	1%

Fuente: Banco Central del Ecuador, MAGAP, SINAGAP/INEC

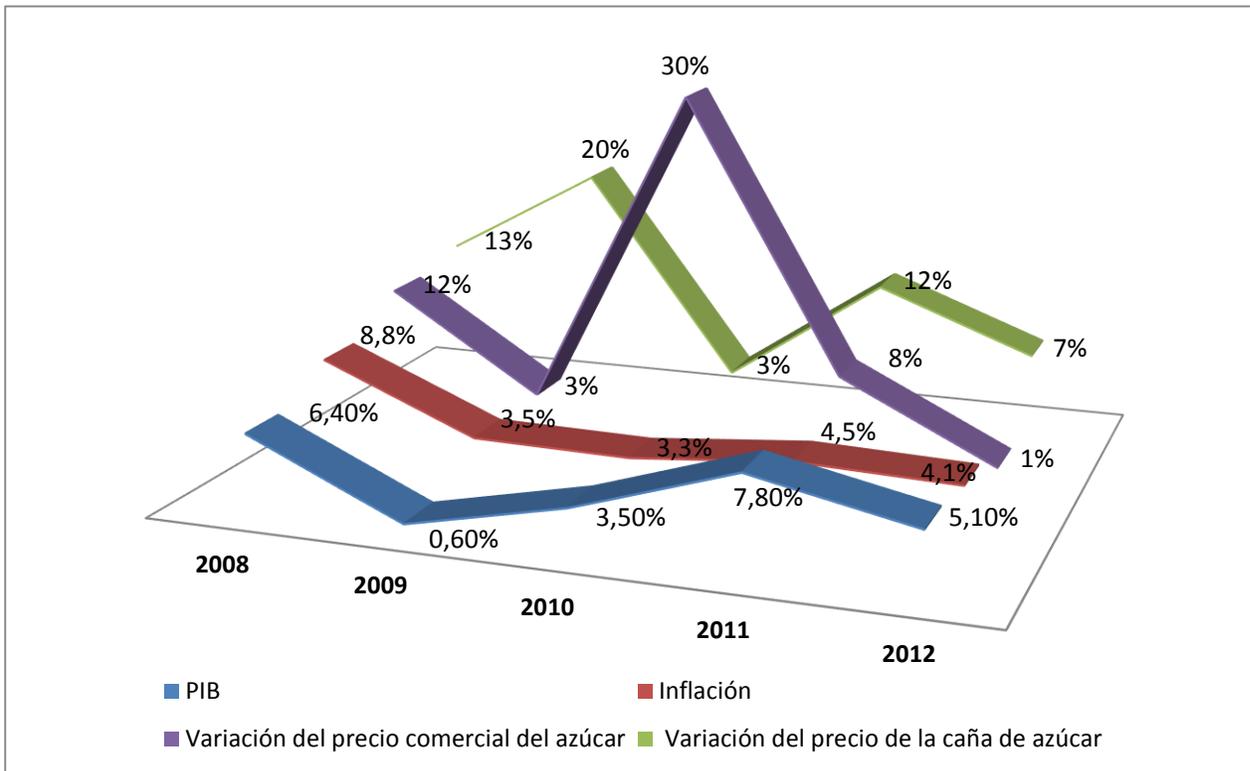


Figura 9. Evolución de indicadores
 Fuente: Banco Central del Ecuador, MAGAP, SINAGAP/INEC

En la figura 9 se observa la evolución de los indicadores económicos que se relacionan con la industria azucarera del Ecuador.

➤ **PIB del Ecuador**

En la figura 9 se puede observar que durante el periodo 2008-2012 el PIB del Ecuador se ha mantenido en escalas crecientes. El año 2008 fue de gran actividad económica debido al incremento del precio del petróleo y políticas de expansión de inversión pública, es por ello que registro una tasa de crecimiento real de 6.4%.

En el año 2009 la economía se vio afectada por la recesión mundial y la tasa de crecimiento real fue del 0.6%, esto se dio por una parte por el incremento del consumo del gobierno (4.03%) y por la disminución de las exportaciones y de las importaciones en 5.9% y 11.57% respectivamente.

En el 2011, casi todas las actividades económicas presentaron crecimientos positivos para el PIB. En términos interanuales, la variación de los principales componentes del PIB

por el lado del gasto fue: la inversión privada y pública (15.7%), seguida por las exportaciones (8.6%) y el consumo de los hogares (6.0%), la construcción (privada y pública); otros servicios; manufactura (excluye refinación de petróleo). El valor agregado bruto de las actividades no petroleras contribuyó positivamente a la variación del PIB en 1.63%, y la refinación de petróleo y comercio, fueron las industrias que más contribuyeron al crecimiento del PIB.

En el año 2012 se registró una tasa de crecimiento del 5.1%, entre los sectores que motivaron a este crecimiento se destacan la administración pública y de defensa, construcciones, hoteles y restaurantes.

➤ **Inflación del Ecuador**

Maldonado (2007) señala que la inflación es uno de los fenómenos que recibe particular atención por parte de los hacedores de políticas públicas debido a sus efectos sobre la asignación de recursos, la distribución del ingreso, el desarrollo económico y, por ende, sobre el bienestar de la población. Por tanto, disponer de una visión temprana o anticipada de la inflación de manera confiable permite definir políticas anti-inflacionarias apropiadas logrando estabilidad en el poder adquisitivo de la moneda.

En el año 2008 las cifras señalan que el proceso inflacionario se aceleró a partir de enero del mismo año, llegando a un nivel del 4.2%, al finalizar el año alcanzó un nivel del 8.83%, todo apuntaba a que el Ecuador entraría en una nueva etapa de inflación de dos dígitos, pero no ocurrió debido a las diversas maniobras que el gobierno implementó.

Desde el año 2009 al 2012 las cifras se han mantenido en un promedio del 3.8%, debido a que el gobierno incrementó el gasto público, para atacar el principal problema, que es la subida de precios de bienes y servicios.

➤ **Precios de la caña de azúcar**

El centro de investigación de la caña de azúcar del Ecuador (CINCAE) señala que, entre los cultivos de importancia nacional y mundial tanto para la alimentación como para la industria de bioenergía y productos derivados, se encuentra la caña de azúcar. Se estiman 25 millones de has sembradas en el mundo, principalmente para extracción de azúcar.

En Ecuador se cosechan anualmente unas 81,000 has de caña de azúcar que sirven para la producción de azúcar y etanol. Otras 50,000 has se destinan para producción de panela y alcohol artesanal. Se estima que más de 30 mil empleos directos representan la industria azucarera.

El CINCAE ha logrado resultados importantes desde la entrega de cuatro variedades desarrolladas bajo las condiciones ambientales de producción del litoral ecuatoriano: ECU-01, EC-02, EC-03 y EC-04. Todas las variedades superan a la variedad más sembrada denominada Ragnar tanto en caña como en azúcar.

Adicionalmente, CINCAE ha desarrollado tecnologías de manejo de cultivo, producción de semilla y semilleros sanos, manejo de enfermedades y plagas, así como presta servicios de análisis de suelos y foliares; todo esto con programas de capacitación.

En el caso de Ecuador al iniciar la zafra el Ministerio de Agricultura, Ganadería, Acuacultura y Pesca, mediante acuerdos ministeriales fija el precio de la tonelada métrica de caña de azúcar.

➤ **Precio comercial del azúcar**

A nivel mundial el azúcar es considerado como un producto de la canasta básica que se comercializa en casi todos los países del mundo. Del total de producción mundial las dos terceras partes provienen del procesamiento de la caña de azúcar, solo una tercera parte de la remolacha y de otras materias primas como el maíz que se utiliza como un recurso con fines edulcorantes.

El 33% de la producción mundial de azúcar es destinada al comercio internacional, la compra y venta de la misma se encuentran bajo regulaciones de acuerdos comerciales. Los precios establecidos se explican más que por la oferta y demanda del producto, por las medidas proteccionistas y las distorsiones que existen en este tipo de mercado. Asimismo se caracteriza por ser un mercado que genera excedentes de producción a nivel mundial.

En el caso de Ecuador los precios son establecidos por el ministerio de estadísticas y censos (INEC), por medio del índice de precios al consumidor, que es un indicador nacional y para ocho ciudades que mide los cambios en el tiempo del nivel general de los precios, correspondientes al consumo final de bienes y servicios de los hogares de

estratos de ingreso: alto, medio y bajo, residentes en el área urbana del país. La variable principal que se investiga es el precio, para los 299 artículos de la canasta fija de investigación. El período base es el año 2004, donde los índices se igualan a 100.

➤ **Análisis de los indicadores económicos con respecto a la oferta y demanda del azúcar.**

Nordhaus (2008), define a la oferta como los bienes y servicios que las empresas producen y venden.

Según Parkin, Esquivel y Ávalos (2006), la oferta es la relación entre la cantidad de un bien o servicio que los productores planean vender y el precio del mismo cuando todas las otras variables que influyen sobre los planes de los vendedores permanecen constantes.

La demanda es la relación entre la cantidad de un bien que los consumidores planean comprar y el precio del mismo, cuando permanecen constantes todos los otros factores que influyen en los planes de los compradores.

Tabla 7. Oferta y demanda del azúcar

Oferta TM						
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Producción total caña de azúcar	9241095	4996559	5360000	5546320	5700000	5800000
Producción total de azúcar	481650	513859	496462	544448	588312	608000
Importaciones azúcar crudo	1285	2635.52	20.1	42.98	41	
Importaciones azúcar blanco	8380	8350	41123	58605	40335.84	5000
Total Oferta	491315	524844.52	537605.10	603095.98	628688.84	613000
Demanda TM						
Industria	155337.84	179850.65	173761.70	190556.80	210000	200000
Consumo doméstico	301538.16	337800.27	345659.40	394214.63	362700	325000
Exportaciones azúcar crudo	7289	7167.60	11153	12192	17209	11312
Exportaciones azúcar blanco	27150	26	7031	6132.55	41.27	6688
Excedente					38738.57	70000
Total Demanda	491315	524844.52	537605.10	603095.98	628688.84	613000

Fuente: BCE/MAGAP

La variable PIB con respecto al precio de la caña de azúcar tiene una relación directa, con excepción de los años 2009 y 2010 en donde se observa que la tasa de crecimiento real disminuye a 0.6%, mientras que el precio de la caña de azúcar tiene un incremento del 20% pasando de \$20 por tonelada métrica en 2008 a \$24 en 2009; esto se presentó

debido a que la producción de caña de azúcar en el 2008 fue de 9 241.095 TM y en el año 2009 fue de 4 996.559 TM lo que representa una disminución del 46%; lo cual afecta directamente al precio. Durante el año 2010 el PIB registra un incremento del 3.5% y el porcentaje de crecimiento del precio de la caña de azúcar varía del 20% en 2009 a 3% en 2010, esta disminución en el incremento del precio se dio porque la oferta de caña de azúcar tuvo un incremento del 7% con respecto al año 2009; siendo 4 996.559 TM en 2009 y 5 360.000 TM en 2010.

En el año 2009 la variación del precio del azúcar se incrementó en 3% con respecto al año 2008 que registró un incremento del 12%, siendo \$29 y \$30 respectivamente; esto se dio porque la oferta de la producción total de azúcar tuvo variación de 481.650 TM a 513.859 TM lo que representa un incremento del 7% en el total de la producción. En lo que respecta al año 2010 la producción total de azúcar registró una disminución del 3% con respecto al año 2009; al haber una disminución en la oferta los precios tienden a incrementarse, como se puede observar en la figura 9 el precio del azúcar se ubicó en \$39 lo que representa un incremento del 30% con relación al 2009. En el año 2011 el precio se incrementa a \$42 que representa un 8%, registrando así un porcentaje bajo de incremento con respecto al 2010; este suceso se da porque la producción de azúcar se incrementa en 10% y los precios se ven afectados en menores proporciones. Para el año 2012 la producción de azúcar tiene un incremento del 8% con respecto al año anterior, asimismo en este año se registra un excedente de 38 738.37 TM lo cual provoca una disminución en la tasa de incremento de los precios del azúcar en 1%; situándose de \$42 en el 2011 a \$42.55 en el 2012.

La inflación posee relación inversa con respecto a la demanda del azúcar, en la figura 9 se observa que durante el periodo 2008-2012 cuando existe una disminución en la tasa de inflación la demanda se incrementa, debido a que los consumidores poseen mayor poder adquisitivo.

El precio del azúcar posee un efecto tardío con respecto al precio de la caña de azúcar, en la figura 9 se observa que en el año 2009 el precio de la caña de azúcar se incrementa en un 20% con respecto al 2008, mientras que el precio del azúcar solamente se incrementa en un 3% y es en el año 2010 en donde tiene el mayor porcentaje de incremento ubicándose en 30%; esto se debe a que los precios de la tonelada métrica de

caña de azúcar se fijan 6 meses antes (Julio-Diciembre periodo de zafra en la región costa) de la producción de azúcar.

2.2.3.3. Aspecto político en materia laboral.

En el aspecto político las variables que influyen son:

- ❖ Salario básico unificado que por ley le corresponde pagar a todos sus trabajadores, para el año 2013 este se sitúa en \$318 dólares.
- ❖ Así mismo los empleados tanto de planta como de campo deben ser asegurados obligatoriamente.
- ❖ Los ingenios no pueden contratar menores de edad para el corte de la caña de azúcar.

2.2.3.4. Aspecto tecnológico.

Miguel Pérez, presidente de Fenazucar (2012) señala que los altos niveles de productividad en el campo azucarero han sido generados por la innovación de la maquinaria. Los ingenios cada vez han ido optimizando el corte de caña con la adquisición de las cortadoras que han representado una inversión aproximada de US\$ 300 mil por cada una. Las cortadoras permiten que el tiempo de corte y entrega por camión dure entre 20 y 25 minutos, lo que al término del día produce 400 toneladas. Lo que significa una recolección de 390 toneladas más de las que despacha un jornalero cortador.

Adicionalmente, cada ingenio desarrolló más canales de riego para que los sembríos tengan el drenaje adecuado. El centro de investigación de la caña de azúcar del Ecuador ha dotado, por su parte, de una amplia diversidad de semillas de caña de azúcar. Todas son resistentes a las principales enfermedades, que garantizan la estabilidad de la producción. Estas semillas se adaptan con facilidad a las condiciones de clima, suelo, principalmente en la cuenca baja del río Guayas. Esto se logró con la puesta en marcha de dos proyectos: Obtención de variedades nacionales y evaluación de variedades introducidas.

2.2.4. Microambiente.

2.2.4.1. Mercado y competencia.

La comercialización del azúcar se la realiza a través de empresas privadas (ingenios azucareros), quienes almacenan el producto en bodegas, para posteriormente vender el azúcar al por mayor, a industriales, grandes mayoristas y comisariatos.

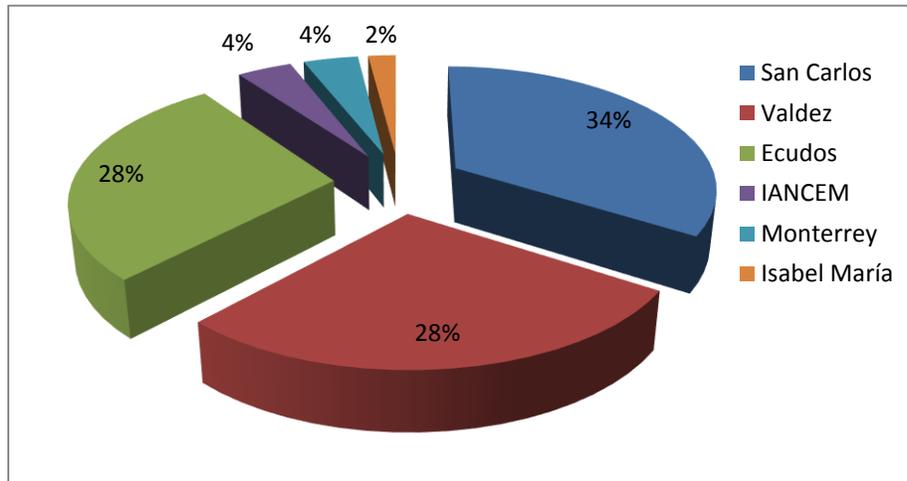


Figura 10. Participación en el mercado por producción de azúcar.
Fuente: MAGAP

La principal competencia del Ingenio Valdez es el Ingenio San Carlos el cual tiene una producción de 200.026 TM y un 34% de participación en el mercado, mientras que el Ingenio Valdez y Ecudos tiene una producción igualitaria de 164.727 TM, y representan un 28% de participación en el mercado respectivamente, el 10% restante lo tiene IANCEM, Monterrey e Isabel María.

2.2.4.2. Clientes.

Los clientes que actualmente tiene el Ingenio Valdez son:

- ✓ Las familias y
- ✓ Las empresas

El Ingenio distribuye el azúcar a un precio de \$39,70 y la panela a \$25,00 a los supermercados como el AKI y Supermaxi y la melaza a un precio de \$11,50 esta es adquirida por diferentes clientes como Conada, Agripac y ganaderos la cual es utilizada para la fabricación de subproductos.

Los supermercados venden el quintal de azúcar en un valor de \$43,00 y la panela granulada en \$41,00

El Ingenio Valdez no solo es uno de los principales abastecedores del mercado local sino que también exporta su producto a Estados Unidos. La Federación Nacional de Azucareros del Ecuador (FENAZUCAR) en el 2013 distribuyó entre los diferentes Ingenios del país, la cuota para la exportación de 11.312 toneladas métricas de azúcar cruda, valor bruto, otorgadas por el Departamento de Agricultura de los Estados Unidos de América (USD), a favor de la República del Ecuador, esta distribución la realiza en base a los porcentajes de participación que tiene cada ingenio en el mercado.

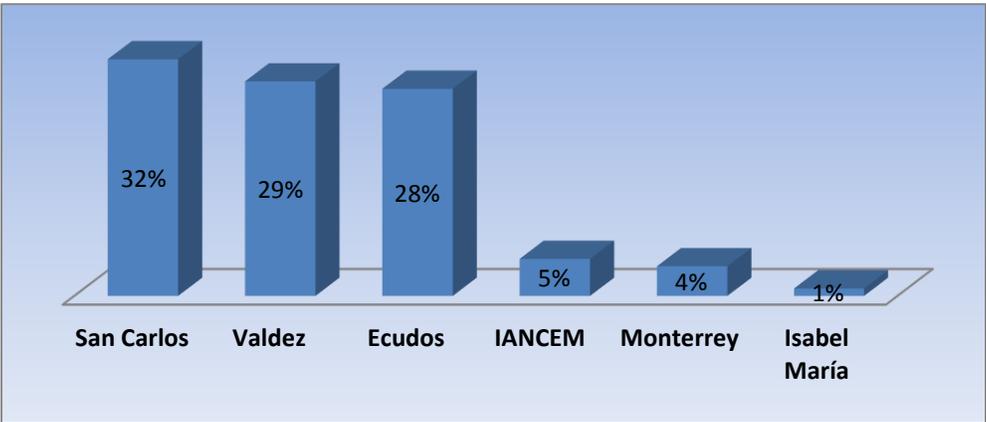


Figura 11. Exportación de azúcar a Estados Unidos.
Fuente: MAGAP

En la figura 11 se puede observar que el Ingenio San Carlos exporta en el 2013 el 32% de lo requerido a Estados Unidos, mientras que el ingenio Valdez exporta el 29% seguido del ingenio Ecudos con el 28% y el restante 10% se distribuyen entre los ingenios IACEM, Monterrey e Isabel María.

2.2.4.3. Abastecimiento de materia prima.

El ingenio Valdez tiene su fábrica ubicada en la ciudad de Milagro y cuenta con una superficie de 19.700 has para la producción de caña, de las cuales en la figura 12 se puede observar su distribución.

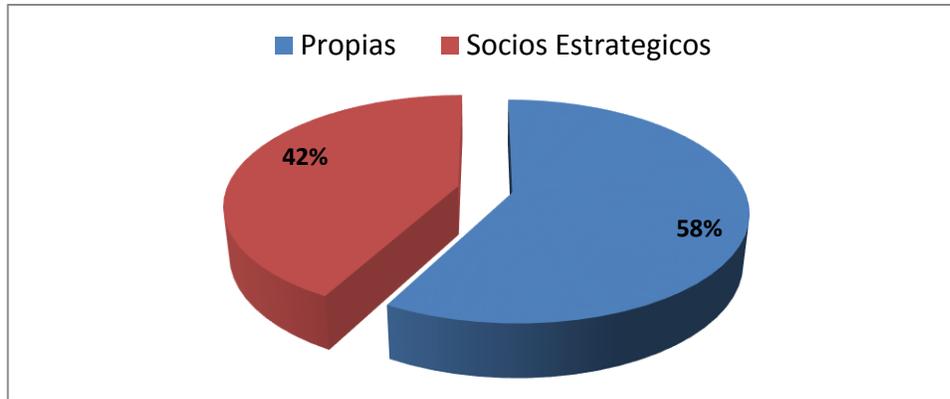


Figura 12. Distribución de hectáreas.

Fuente: Estudio de la cadena de valor de la caña de azúcar.

En la figura 12 se puede observar que 11.400 has son propias del Ingenio lo cual representa el 58%, mientras que las 8.300 has pertenecen a los llamados socios estratégicos que son los cañicultores pequeños, medianos y grandes que entregan su cosecha de caña de azúcar a dicho ingenio, lo cual representa el 42%.

Los principales proveedores del Ingenio Valdez son los cañicultores del Recinto Tres Postes de la Provincia del Guayas.

Los productores de caña de azúcar del Recinto Tres Postes, son agricultores que tienen la ventaja de que su cosecha será comprada de forma segura cada año por parte del ingenio Valdez, ya que cuentan con un contrato y en éste se estipula una fecha máxima de corte.

Estos productores realizan la venta de su producción de caña de azúcar básicamente a 2 Ingenios: Ingenio Azucarero Valdez y al Ingenio Isabel María.

Según Porter (1997), la cadena de valor divide la actividad general de una empresa en actividades de valor. Las actividades primarias se refieren a la realización física del producto, a su comercialización y distribución, así como actividades de apoyo y servicio posventa. Toda actividad emplea factores de producción comprados, recursos humanos y cierta combinación de tecnología. La infraestructura de la empresa, en la que se influye la dirección general, asesoría jurídica y contabilidad sirve de soporte a toda la cadena conformando las actividades auxiliares.

Podemos mencionar que la cadena de valor en el caso del ingenio Valdez es directa, Ingenio-Cañicultor, no existen intermediarios y el precio de venta lo determina el MAGAP.

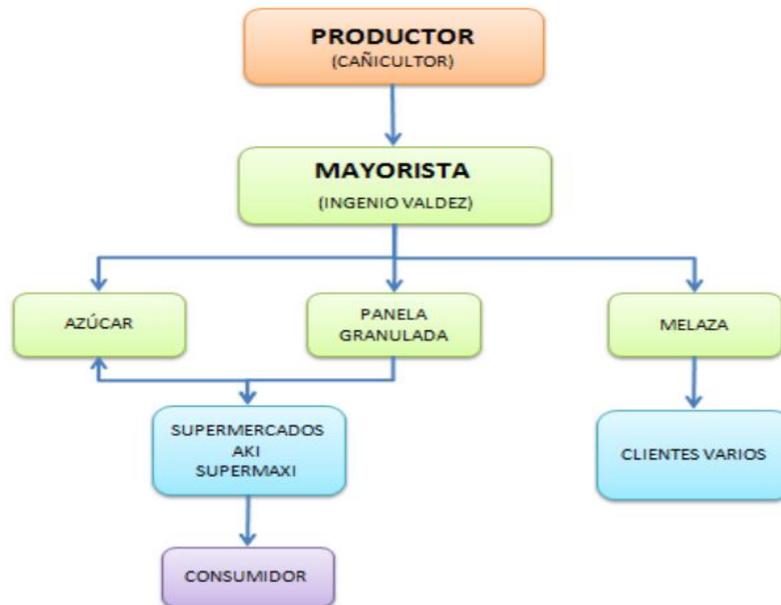


Figura 13. Sistema de Comercialización de caña de azúcar.
Fuente: Estudio de la cadena de valor de la caña de azúcar.

En la figura 13 se observa que el sistema de comercialización de la caña de azúcar es directo, sin intermediarios, entre el productor y el Ingenio Valdez, quien quema, corta y recoge la caña en la Unidad Productiva Agropecuaria y la transporta hacia las instalaciones de almacenamiento para su posterior proceso agroindustrial.

El cañicultor es liquidado por el Ingenio, o más conocido como pago de zafra, en el lapso de 1 mes aproximadamente de llevada la producción a las instalaciones del mismo, y realizados los descuentos por deudas de anticipos u otros en que haya incurrido el cañicultor. El ingenio asume los costos por quemada, cortada y transporte del producto hacia sus instalaciones.

2.2.4.4. Agentes reguladores.

En la concentración de la cadena productiva de la caña de azúcar se pueden identificar las siguientes instituciones vinculadas a este sector.

- Ministerio de Economía y Finanzas
- Gobiernos regionales y locales

- Ministerio de Agricultura, Ganadería, Acuacultura y Pesca (MAGAP)
- Instituto Nacional Autónomo de Investigaciones Agropecuarias INIAP
- Agencia ecuatoriana de aseguramiento de la calidad del Agro. (AGROCALIDAD).
- Subsecretaría de tierras. (antes INDA)
- Consejo Nacional de Recursos Hídricos- CNRH

De lo expuesto en el capítulo 2 se puede concluir que para poder realizar el proceso de valoración de esta empresa es importante conocer la estructura organizacional del ingenio y la situación del mismo dentro del mercado nacional, es por eso que se analizó el entorno macro y microeconómico del sector al que pertenece el ingenio Valdez. Al ser uno de los ingenios más grandes que posee el país se encuentra también dentro de un mercado competitivo y por ende necesita ir creciendo tecnológicamente y creando nuevas estrategias de mercado que le permitan ser competitivo con los demás ingenios.

CAPITULO III
DIAGNÓSTICO FINANCIERO DEL INGENIO VALDEZ.

3.1. Estados financieros.

García (1999) define que un estado financiero es una relación de cifras monetarias vinculadas con uno o varios aspectos del negocio y presentadas con un ordenamiento determinado. El objetivo de estos estados es presentar información confiable y comprensible para que permita a quienes la utilizan tomar decisiones que de alguna manera afectarán a la empresa ya sea en el corto o largo plazo y cuya incidencia varía en función de los intereses de los usuarios.

Los estados financieros nos presentan información clara y concisa de la situación económica y financiera de la empresa, el análisis de los mismos ayudan a los directivos de la organización a adoptar medidas de solución o prevención de problemas que se puedan dar en un determinado periodo.

Para realizar el análisis de los estados financieros se utilizan herramientas como:

- ✓ **Análisis vertical.-** se trata de un análisis estático y es una de las técnicas más sencillas dentro del análisis financiero, para la aplicación de esta herramienta se debe tomar en consideración un determinado año ya sea en el balance general o estado de pérdidas y ganancias. Cada cuenta del estado debe estar relacionada con un total determinado, dentro del mismo estado, la cual se denomina cifra base.
- ✓ **Análisis horizontal.-** a diferencia del análisis vertical este es considerado como un análisis dinámico que analiza los cambios en las cuentas individuales de un periodo a otro y por lo tanto requiere de dos o más estados financieros de la misma clase.

3.1.1. Balance general.

Según García (1999) el balance general es el estado financiero que muestra lo que la empresa posee, o sea los activos y la forma como están siendo financiados, es decir los pasivos y el patrimonio. Los pasivos representan los derechos de los acreedores y el patrimonio el derecho de los socios. La suma de los activos deberá ser igual a la suma de los pasivos y el patrimonio. El balance general del ingenio Valdez se encuentra consolidado en el anexo 1.

3.1.1.1. Análisis vertical del balance general.

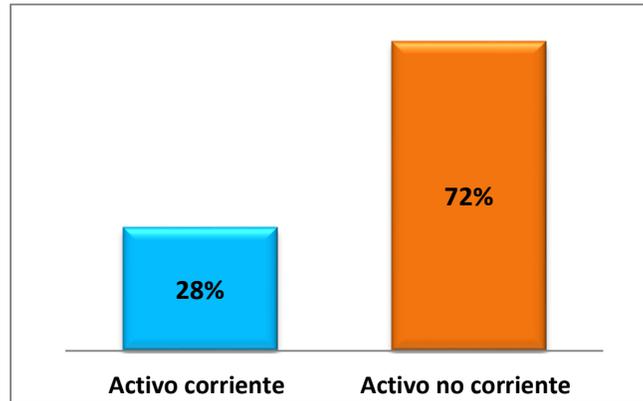


Figura 14. Composición del activo del Ingenio Valdez.
Fuente: Superintendencia de compañías del Ecuador.

En la figura 14 se presenta la distribución de los activos totales del ingenio Valdez, se puede observar que el 28% de activos corresponde a los activos corrientes y el 72% a los activos no corrientes. Dentro de los activos corrientes la cuenta que mayor peso tiene es la de inventarios, que representa el 83% del total de activos corrientes. Al ser una empresa industrial posee una capacidad instalada de activos fijos lo suficientemente necesaria para poder realizar el proceso de producción de la caña de azúcar, por ende la cuenta propiedad planta y equipo representa un 63% del total de activos no corrientes. (Ver anexo 3).

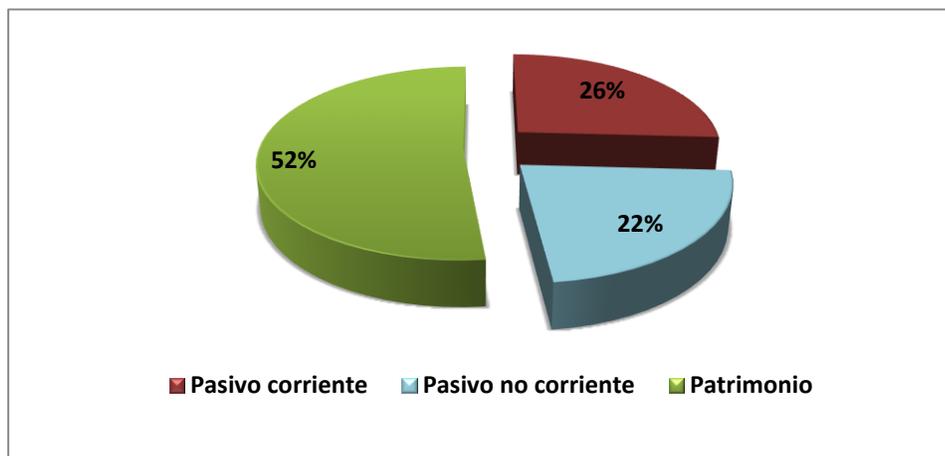


Figura 15. Composición del pasivo + patrimonio del Ingenio Valdez.
Fuente: Superintendencia de compañías del Ecuador.

Para completar la estructura del balance general es necesario estudiar también los componentes del pasivo y patrimonio, en la figura 15 se observa que del total del pasivo más el patrimonio el 26% corresponde al pasivo corriente, dentro de este rubro se considera la cuenta obligaciones con instituciones financieras que representa el 14% del total de obligaciones a corto plazo; el 22% corresponde al pasivo no corriente y la cuenta con mayor peso dentro de este componente es provisiones por beneficios a empleados que posee el 16% del total de pasivos no corrientes; el 52% restante corresponde al total del patrimonio y dentro de esta cuenta las reservas y otros resultados integrales representa el 36%. En conclusión se puede decir que el ingenio Valdez posee una adecuada política de financiamiento, debido a que sus proveedores son dueños del 48% del total del ingenio y los accionistas por su parte poseen el 52%, es decir que su financiamiento es equilibrado entre el pasivo y el patrimonio.

3.1.2. Análisis horizontal del balance general.

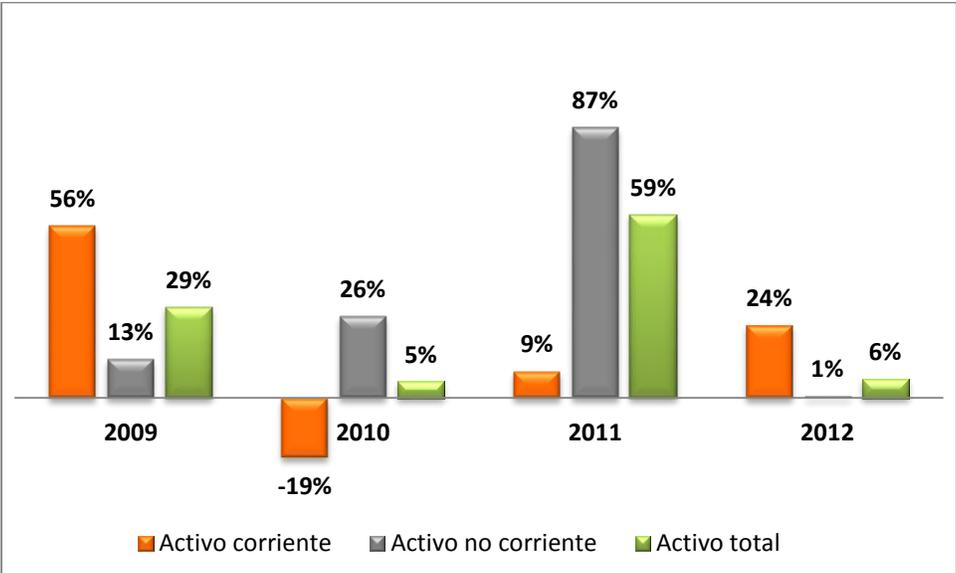


Figura 16. Evolución del activo del Ingenio Valdez.
Fuente: Superintendencia de compañías del Ecuador

El presente análisis horizontal se ha realizado tomando en cuenta la variación que existe desde el año 2009 hasta el 2012, para el cálculo del año 2009 se consideran los datos del balance general del año 2008. (Ver anexo 4).

Durante este periodo el activo corriente ha tenido un crecimiento anual promedio de 17.5%. En el año 2009 presentó un incremento del 56% con respecto al año 2008, esto se dio porque la cuenta caja creció en un 512% debido a que el ingenio posee inversiones

temporales; el rubro de cuentas por cobrar también presenta un incremento del 84% porque durante este año se presentó un cambio en la condiciones de ventas en cuanto a plazos, la rotación de cartera paso de 17 veces (cada 21 días) en 2008 a 9 veces (cada 42 días) en 2009; en el 2010 tuvo un decremento del 19% puesto que la cuenta caja disminuyó 89%; en el año 2011 presentó un incremento del 9%, esto es dio porque las cuentas por cobrar disminuyeron un 30% debido a que la rotación de cartera de ubicó en 19 veces (cada 19 días) (Ver anexo 5).

En el activo no corriente se presentó un crecimiento promedio del 32%; en el año 2011 se registró una variación del 87% con respecto al 2010 debido a que existió un incremento de 112% en la cuenta otros activos no corrientes.

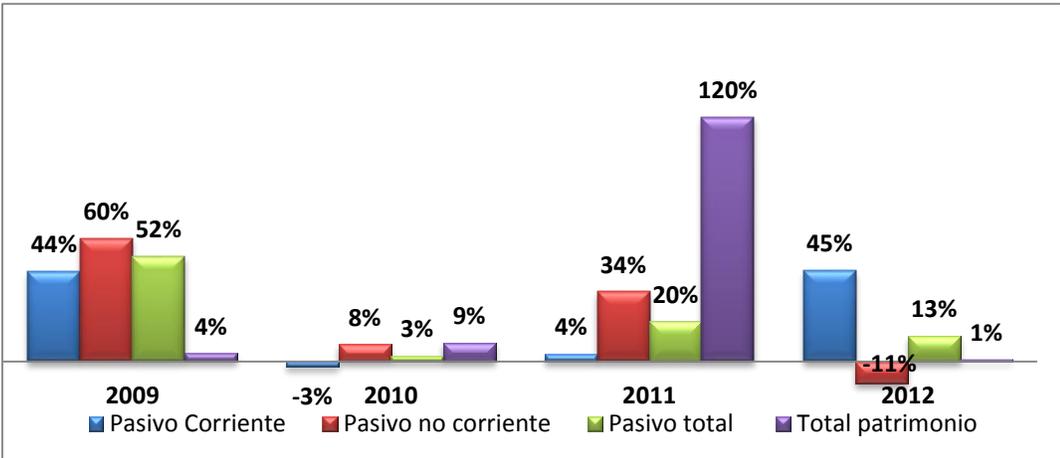


Figura 17. Evolución del pasivo y patrimonio del Ingenio Valdez.
Fuente: Superintendencia de compañías del Ecuador

En la figura 17 podemos observar que el pasivo total ha tenido un incremento promedio del 22%; en el año 2009 se registró el mayor incremento del periodo ubicándose en 52% a causa de que existió un aumento en el pasivo no corriente del 60%, debido a que contrajo obligaciones financieras por un valor de \$19.921 millones, los mismos que le sirvieron para la adquisición de bienes inmuebles; en el pasivo corriente las cuentas por pagar tuvieron un incremento del 45% debido a que la rotación de proveedores disminuyó de 10 veces en 2008 a 7 veces en 2009.

En lo que respecta al patrimonio, este ha tenido un incremento promedio del 34%; el mayor incremento se registró en el año 2011 llegando a 120%, esto se justifica porque el ingenio Valdez realizó la revaluación de propiedades, planta y equipo y obtuvo un superávit de 44.152 millones que se registró en la cuenta otros resultados integrales.

3.1.3. Estado de pérdidas y ganancias.

García (1999) señala que el estado de resultados es el estado financiero que nos muestra la utilidad obtenida por la empresa en un periodo determinado. También se lo conoce con la denominación de “estado de ingresos y egresos”, “estado de rentas y gastos” o “estado de pérdidas y ganancias”, siendo este último el nombre más utilizado. El estado de pérdidas y ganancias del ingenio Valdez se encuentra consolidado en el anexo 2.

3.1.3.1. Análisis vertical del estado de pérdidas y ganancias.

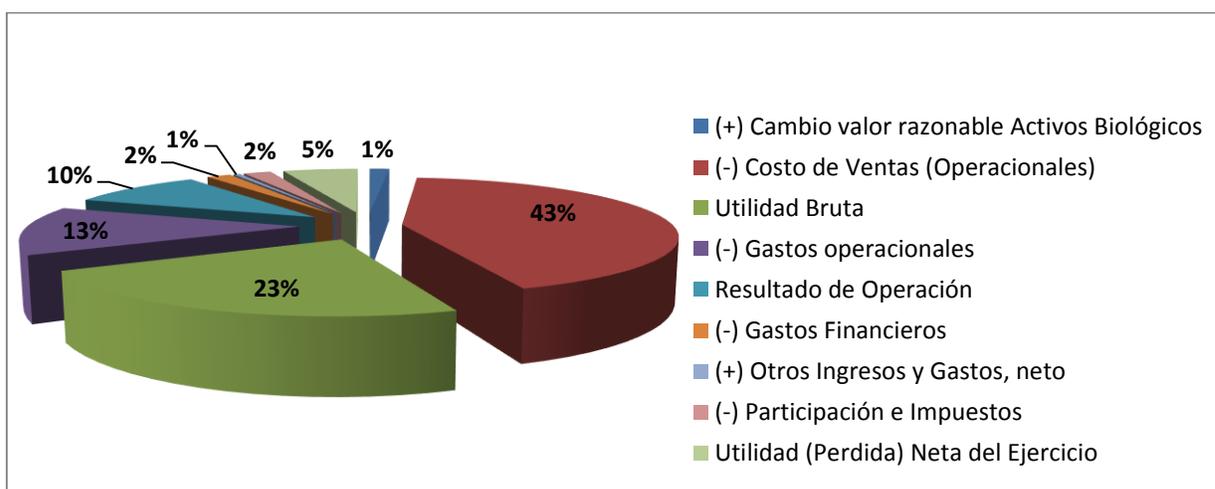


Figura 18. Composición de ingresos y gastos en relación a las ventas del Ingenio Valdez.

Fuente: Superintendencia de compañías del Ecuador

Para realizar el análisis vertical del estado de pérdidas y ganancias se han tomado datos del año 2012 (ver anexo 6).

Del total de ventas \$130.474 millones que representa el 100% en la figura 18 se observa que el 43% está destinado al costo de ventas (operacionales) que representa todos los costos en los que el ingenio incurre para poder realizar el proceso de producción del azúcar y sus derivados; el 23% corresponde a la utilidad bruta, es decir a la utilidad antes de impuestos; del total de ventas la empresa obtiene una ganancia del 5%.

3.1.3.2. Análisis horizontal del estado de pérdidas y ganancias.

**Tabla 8. Análisis horizontal del estado de pérdidas y ganancias
Ingenio Valdez (2009-2012)
(expresado en miles de dólares)**

	2009	2010	2011	2012
Ventas Netas	-7%	32%	22%	1%
(+) Cambio valor razonable Activos Biológicos				-53%
(-) Costo de Ventas (Operacionales)	-0.3%	35%	20%	-7%
Utilidad Bruta	-21%	24%	47%	10%
(-) Gastos operacionales	-20%	7%	26%	10%
Resultado de Operación	-26%	86%	91%	11%
(-) Gastos Financieros	9%	33%	12%	-3%
(+) Otros Ingresos y Gastos, neto	93%	1%	-312%	-63%
(-) Participación e Impuestos	1%	77%	2%	58%
Utilidad (Pérdida) Neta del Ejercicio	-37%	102%	86%	26%

En el análisis horizontal se puede observar que en el año 2009 se presenta una disminución del 7% de la cuenta ventas con respecto al año 2008 (ver anexo2), esto se dio debido a que la tasa de crecimiento del PIB tuvo una disminución del 91% con respecto al año 2008, provocado por la recesión mundial que afecto directamente al consumo de las familias ecuatorianas y por ende la utilidad de la empresa disminuye en un 37%; en el año 2010 las ventas tuvieron un incremento del 32%, esto se dio por la variación que existió en el precio de venta del azúcar \$30 en 2009 a 39 en 2010, ante dicha variación se obtiene un incremento de 102% en la utilidad del ejercicio.

3.1.4. Razones financieras.

Ortiz (2004) señala que las razones o indicadores financieros constituyen la forma más común de análisis financiero. Se conoce con el nombre de “razón” el resultado de establecer la relación numérica entre dos cantidades. El análisis por razones o indicadores nos permite determinar los puntos fuertes y débiles de un negocio e indica probabilidades y tendencias.

3.1.4.1. Indicadores de liquidez.

Los indicadores de liquidez permiten medir la capacidad que tiene la empresa de convertir sus activos corrientes en efectivo y cubrir sus obligaciones en el corto plazo.

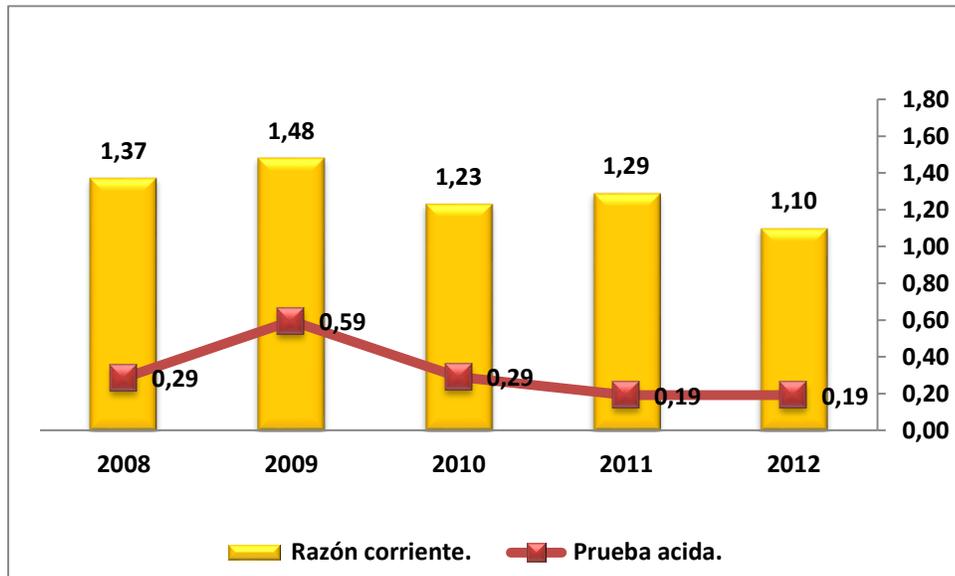


Figura 19. Indicadores de liquidez del Ingenio Valdez
Fuente: Superintendencia de compañías del Ecuador

Los indicadores más comúnmente utilizados son:

- Razón corriente.

También conocida como relación corriente, mediante este indicador se pretende verificar si la empresa se encuentra en condiciones para afrontar sus obligaciones en el corto plazo.

$$\text{Razón corriente} = \frac{\text{Activo corriente}}{\text{Pasivo corriente}}$$

En la figura 19 se observa que el ingenio Valdez muestra una razón corriente promedio entre el 2008-2012 de \$1,29, el valor más alto se ubica en el 2009 con una razón corriente de \$1,48, mientras que para el 2012 baja hasta \$1,10. La empresa mantiene una buena capacidad de pago, debido a que el promedio de la razón corriente aceptable debe estar en \$1, en donde la empresa posee un dólar por cada dólar que adeuda, esta razón le permite cubrir sus pasivos a corto plazo sin inconvenientes, en este caso por cada dólar que el ingenio adeuda en el corto plazo cuenta con \$1,29 para respaldar dicha obligación.

- Prueba ácida.

El objetivo de este indicador es conocer la capacidad que tiene la empresa para hacer frente a sus obligaciones en el corto plazo, sin depender de la venta de sus existencias, es decir sin tomar en cuenta sus inventarios.

$$\text{Prueba ácida} = \frac{\text{Activo corriente} - \text{Inventarios}}{\text{Pasivo corriente}}$$

Así mismo dentro de los ratios de liquidez se encuentra la prueba ácida, se puede observar que el ingenio Valdez en el 2008 cuenta con \$0,29, mientras que para el 2009 se ubica en \$0,59, esto se debe a que hubo un incremento de los activos corrientes del 56%, en mayor proporción que los pasivos, a partir de 2010 la prueba ácida tiene niveles bajos ubicándose en \$0,19 en el 2012. El ingenio Valdez por cada dólar que debe en el corto plazo cuenta con \$0,19 centavos en activos corrientes, esto quiere decir que la empresa depende de los inventarios (83% del activo corriente) para poder cubrir sus obligaciones en el corto plazo.

3.1.4.2. Indicadores de actividad.

Estos indicadores miden la eficiencia que posee una empresa para utilizar sus activos, según la velocidad de recuperación de los valores aplicados en ellos. En el análisis de este indicador se realiza la comparación de cuentas estáticas y dinámicas.

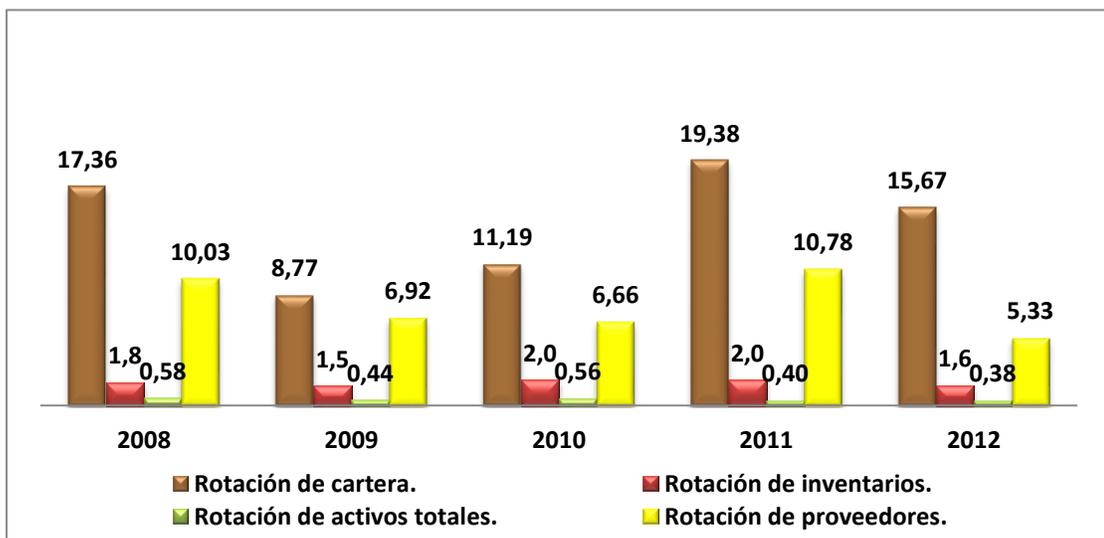


Figura 20. Indicadores de actividad del Ingenio Valdez (expresado en veces).
Fuente: Superintendencia de compañías del Ecuador

- Rotación de cartera.

Este indicador da a conocer el número de veces en promedio que rotan las cuentas por cobrar en un periodo determinado, generalmente un año.

$$\text{Rotación de cartera} = \frac{\text{Ventas a crédito en el periodo}}{\text{Cuentas por cobrar}}$$

La rotación de cartera gira en promedio durante el periodo 2008-2012 14 veces; en la figura 20 se puede observar que el punto más alto de rotación en las cuentas por cobrar se registró en el 2011, con una rotación de 19 veces (cada 19 días), es decir que la cantidad de \$ 6.654 millones se convirtieron en efectivo 19 veces durante dicho año, mientras que el punto más bajo se ubicó en el 2009 con una rotación de 9 veces (cada 42 días), esto se produjo porque la empresa cambio su política de cobro.

- Rotación de inventarios.

En el caso de una empresa industrial, los inventarios totales están compuestos por: inventario de materias primas, productos en proceso y productos terminados.

- Rotación de inventarios totales para empresas industriales.

Miden el número de veces en que rotan los inventarios de la empresa en un periodo determinado.

$$\text{Rotación de inventarios totales} = \frac{\text{Costo de ventas}}{\text{Inventarios totales}}$$

Los inventarios totales rotaron en promedio 1,8 veces durante el periodo analizado, la mayor rotación de inventarios se encuentra en el 2010 y 2011, con una rotación de 2 veces (cada 183 días) es decir que el inventario tarda 2 veces en convertirse en efectivo, esta rotación se debe a que durante el año la empresa obtiene sus inventarios solamente durante el periodo de zafra (Julio-Diciembre).

- Rotación de activos totales.

Número de veces que rotan los activos totales de la empresa en un periodo determinado.

$$\text{Rotación de activos totales} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos totales}}$$

En lo referente a la rotación de activos totales para el año 2012 estos rotaron 0,38 veces, es decir que por cada \$1 invertido en activos totales generó ventas por 38 centavos en dicho año.

- Rotación de proveedores.

Este indicador nos da a conocer el número de veces promedio en que la compañía pagó sus cuentas a los proveedores.

$$\text{Rotación de proveedores} = \frac{\text{Cuentas por pagar} \times 365 \text{ días}}{\text{Compras a crédito del periodo}}$$

La rotación de proveedores para el 2012 es de 5 veces, esto quiere decir que durante este año la empresa pago a sus proveedores en promedio cada 68 días, este resultado es aceptable debido a que los compradores le pagan al ingenio cada 23 días, el periodo promedio de pago y de cobro son administrados eficientemente.

- Ciclo de efectivo

Una vez obtenidos los índices anteriores se puede obtener un análisis adicional que es muy importante para conocer el manejo de liquidez de la empresa, este proceso se denomina ciclo de efectivo.

$$\text{Ciclo de efectivo (días)} = \text{Ciclo operativo (días)} - \text{Rotación de proveedores (días)}$$

Van y Wachowicz (2002) señalan que el ciclo de efectivo es el tiempo a partir del *desembolso real de efectivo* para realizar una compra hasta el cobro de las cuentas por cobrar derivadas de la venta de bienes y servicios y el ciclo operativo es el periodo a partir del *compromiso de efectivo* para realizar compras hasta la recuperación de las cuentas por cobrar derivadas de la venta de bienes y servicios.

$$\text{Ciclo operativo (días)} = \text{Rotación de cetera (días)} + \text{Rotación de inventarios}$$

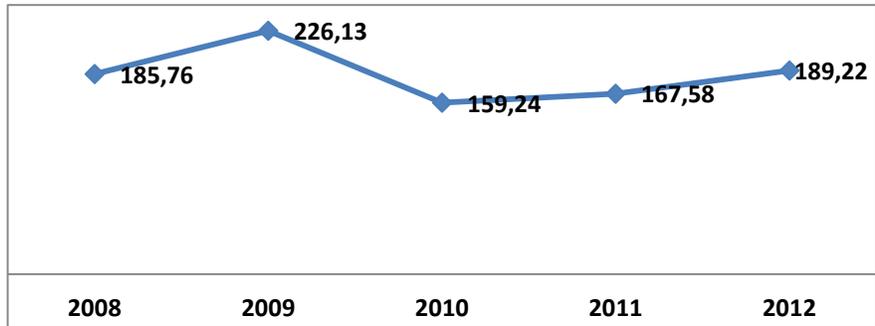


Figura 21. Ciclo de efectivo del Ingenio Valdez.
Fuente: Superintendencia de compañías del Ecuador.

En la figura 21 se puede observar que el ciclo de efectivo en el 2008 es de 185 días, mientras que para el 2012 aumenta hasta 189 días, lo que significa que la empresa tiene que financiar con recursos costosos 189 días de su ciclo operativo, mientras que los proveedores financian 68 días, esto se puede apreciar en la figura 22.

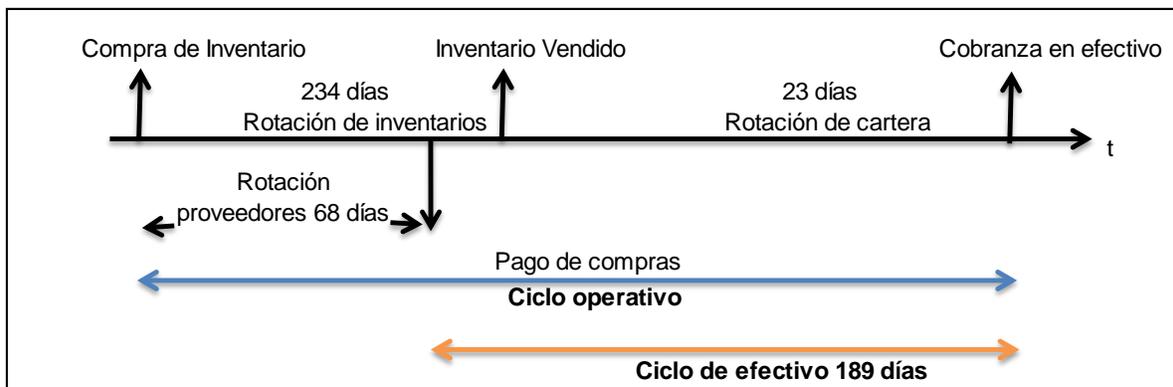


Figura 22. Ciclo de efectivo del Ingenio Valdez.
Fuente: Superintendencia de compañías del Ecuador.

El detalle de los componentes de cada una de las formulas del ciclo de efectivo se encuentra en el anexo 5.

3.1.4.3. Indicadores de rentabilidad.

Los indicadores de rentabilidad también conocidos como indicadores de rendimiento o lucrativita tienen como objetivo medir la eficacia de la administración de la empresa y de esta manera tener un control en los costos y gastos logrando convertir las ventas en utilidades.

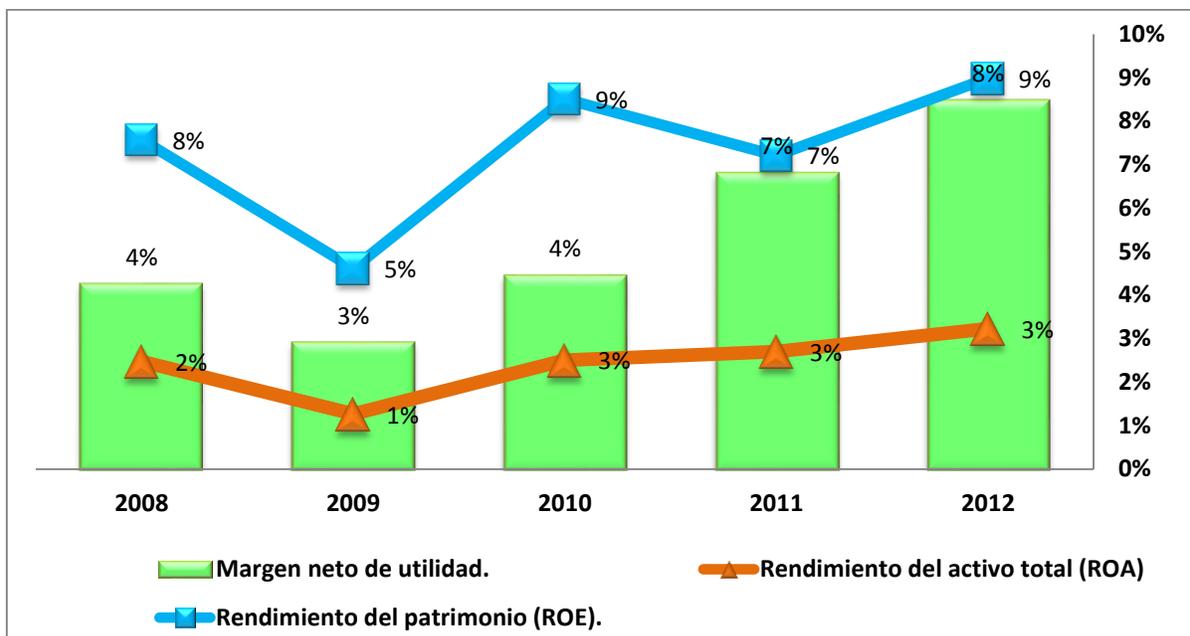


Figura 23. Indicadores de rentabilidad del Ingenio Valdez.
Fuente: Superintendencia de compañías del Ecuador.

- Margen neto de utilidad.

$$\text{Margen neto de utilidad} = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Ventas netas}}$$

En la figura 23 nos muestra que la utilidad neta tuvo un crecimiento anual del 6% durante el periodo 2008-2012, para el año 2012 la utilidad neta correspondió a 8% de las ventas netas, lo cual quiere decir que por cada dólar vendido generó 0.08 centavos de utilidad neta en dicho año.

- Rendimiento del patrimonio (ROE).

$$\text{Rendimiento del patrimonio} = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Patrimonio}}$$

En lo referente al rendimiento del patrimonio (ROE) del ingenio Valdez en el 2012 fue de 8%, es decir que los socios o dueños de la empresa obtuvieron un rendimiento sobre su inversión del 8%.

- Rendimiento del activo total (ROA)

$$\text{Rendimiento del activo total} = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Activo total bruto}}$$

El rendimiento del activo total (ROA) tuvo un crecimiento anual de 2,4% en dicho periodo, lo que significa que por cada dólar invertido en el activo total se generó 2,4 centavos de utilidad neta en dicho año.

- Sistema Dupont

Ortiz (2204), define al sistema Dupont como una demostración de la forma como pueden integrarse algunos de los indicadores financieros. Este sistema correlaciona los indicadores de actividad con los indicadores de rendimiento, para con ellos establecer si el rendimiento de la inversión (utilidad neta/activo total) proviene principalmente de la eficiencia en el uso de los recursos para producir ventas o del margen neto de utilidad que tales ventas generan.

Este método parte de la descomposición del indicador de rendimiento del activo total y se expresa de la siguiente manera:

$$\frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Activo total}} = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Ventas}} * \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo total}}$$

La igualdad se produce al cancelar matemáticamente el factor ventas en la parte derecha. En el capo financiero esto quiere decir que, según el tipo de empresa, el rendimiento de la inversión puede originarse principalmente en el margen neto de las ventas o en la rotación del activo total.

$$\text{Rendimiento de la inversión} = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Ventas}} * \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo total}^4}$$

A este sistema también se le puede adicionar el multiplicador de capital que se denomina apalancamiento financiero y consiste en la posibilidad que se tiene de financiar inversiones sin necesidad de contar con recursos propios. Para que la empresa pueda producir requiere de activos, los cuales pueden ser financiados de dos formas; por aporte de los socios (patrimonio) o créditos con terceros (pasivos), a mayor capital financiado mayores serán los costos financieros, lo que afecta directamente a la rentabilidad generada por los activos.

$$\text{Rendimiento de la inversión} = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Ventas}} * \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo total}} * \frac{\text{Activo total}}{\text{Patrimonio total}}$$

⁴ El activo total no excluye la depreciación acumulada ni las provisiones de inventarios y deudores.

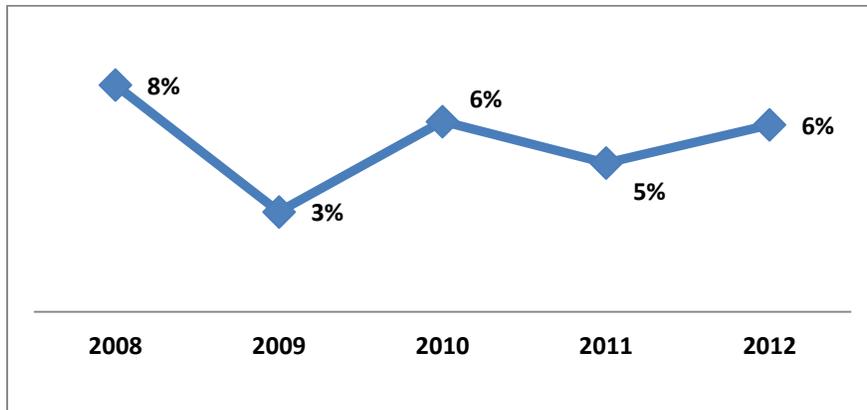


Figura 24. Sistema Dupont del Ingenio Valdez.
Fuente: Superintendencia de compañías del Ecuador.

En la figura # 24 se puede observar que el rendimiento sobre la inversión del ingenio Valdez ha sido en promedio 5.6% durante el periodo 2008-2012, en el año 2009 se registró el rendimiento más bajo del periodo, debido a que la utilidad neta de la empresa tuvo una disminución del 37%, en el año 2012 tuvo un rendimiento del 6% lo cual quiere decir que la rentabilidad de la inversión procede, en mayor grado del margen de utilidad que dejan las ventas (8%) y no tanto de la rotación del activo total (0.38 veces). En otros términos, la empresa no gana por la cantidad de ventas sino más bien porque las ventas le dejan un margen apreciable de utilidad.

3.1.4.4. Indicadores de endeudamiento.

García (1999) indica que el endeudamiento es el tercer y último elemento de análisis de la situación financiera de la empresa. Junto con la liquidez y la rentabilidad conforman la trilogía de signos vitales que los administradores, inversionistas y demás grupos interesados en la información financiera debe examinar cuidadosamente a efectos de determinar qué tan sanas son las finanzas del negocio.

Los indicadores de endeudamiento miden en qué grado y de qué forma participan los acreedores dentro del financiamiento de la empresa. Por medio de estos se trata de establecer el riesgo que corren tales acreedores, el riesgo de los dueños y las ventajas y desventajas de un determinado nivel de endeudamiento de la empresa.

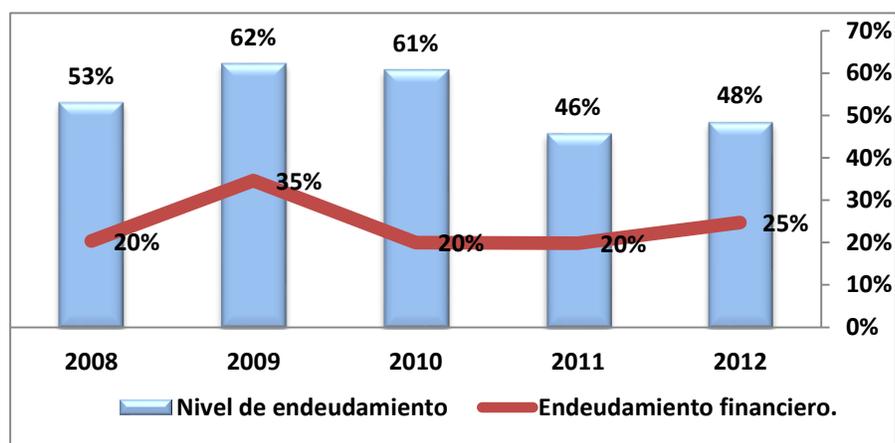


Figura 25. Indicadores de endeudamiento del Ingenio Valdez.
Fuente: Superintendencia de compañías del Ecuador.

- Nivel de endeudamiento

Por medio de este indicador podemos conocer el porcentaje de participación que poseen los acreedores dentro de la empresa.

$$\text{Nivel de endeudamiento} = \frac{\text{Total pasivo}}{\text{Total activo}}$$

El nivel promedio de endeudamiento del ingenio Valdez durante el periodo 2008-2012 ha sido de 54%, se puede decir que la empresa se encuentra en un nivel de endeudamiento aceptable, el año en el que se presentó la mayor tasa de endeudamiento es el año 2009 que registró 62%, esto significa que por cada dólar que la empresa tiene invertido en activos totales, 0.62 centavos han sido financiados por los acreedores (bancos, proveedores etc.). En conclusión los acreedores son dueños del 62% de la empresa y los accionistas son los dueños del 38% restante de la misma. Un nivel recomendable de endeudamiento sería menor al 50% pero si sobrepasa de este nivel es probable que con el pasar del tiempo llegue a registrar un sobreendeudamiento.

- Endeudamiento financiero.

Este indicador determina el porcentaje que representan las obligaciones financieras de corto y largo plazo con relación a las ventas de determinado periodo.

$$\text{Endeudamiento financiero} = \frac{\text{Obligaciones financieras}}{\text{Ventas netas}}$$

En lo que respecta al endeudamiento financiero se puede observar en la figura 25 que el promedio de endeudamiento se ubicó en 40%, al igual que en el indicador anterior, este también registra el mayor porcentaje de endeudamiento en el año 2009, lo que representa que las obligaciones con entidades financieras equivalen al 59% de las ventas del año 2009.

Para las empresas manufactureras es recomendable que la deuda financiera ascienda, como máximo hasta el 30% de las ventas, para que los gastos financieros que se producen sean cubiertos con la utilidad de la operación.

Para concluir se presenta una comparación de las razones financieras del ingenio Valdez con respecto a los ingenios más grandes del Ecuador.

Tabla 9. Indicadores financieros 2012

Indicadores	San Carlos	Valdez	Ecudos S.A	Promedio Industria
Razón corriente	2.97	1.1	2.55	2.21
Prueba ácida	0.74	0.19	0.77	0.57
Endeudamiento	1.49	0.48	1.38	1.12
Endeudamiento financiero	1.55	0.25	1.38	1.06
Periodo promedio de cobro	15	23	22	20.00
Periodo promedio de pago	90	68	16	57.84
Rotación de inventario	537	228	474	358
Margen neto de utilidad	13%	8%	18%	13%

Fuente: Superintendencia de Compañías

En la tabla #9 se puede observar el promedio de los indicadores financieros de los tres ingenios más representativos del Ecuador, para el año 2012, en lo referente a los indicadores de liquidez, el ingenio Valdez tiene una razón corriente de \$1.1 y su prueba ácida es de \$0.19, el promedio de la industria se ubica en \$2.21 y \$0.57 respectivamente lo cual quiere decir que el ingenio se encuentra por debajo del promedio de la industria. Los indicadores del nivel de endeudamiento y endeudamiento financiero en promedio son de 112% y de 106%, en el caso del ingenio Valdez estos indicadores representan un 48% (nivel de endeudamiento) y 25% (endeudamiento financiero), se puede decir que este cuenta con niveles de endeudamiento bajos con relación a la industria, puesto que el ingenio se financia el 48% con sus pasivos y el 52% restante con sus recursos propios. El periodo promedio de cobro y de pago del ingenio Valdez se encuentra por encima del promedio de la industria pero se mantiene en el mismo nivel de relación, esto se da por el proceso de producción que mantiene la industria (periodo de zafra). La rotación de

inventario posee niveles bajos con relación a los dos ingenios en comparación, si la rotación del ingenio San Carlos es de 537 días y la de E cud os S.A es de 474 días se puede decir que estos tienen un mayor nivel de ventas que el ingenio Valdez y por ende su utilidad neta será mayor.

De acuerdo a lo anterior se develan algunas estrategias financieras de Valdez, una de ellas demuestra que se apoya en niveles de endeudamiento bajos con respecto al promedio de la industria, en otro aspecto su liquidez refleja la estrategia en su ciclo de efectivo porque la empresa necesita financiar con recursos costosos (189 días) de su ciclo operativo, sin embargo su margen de utilidad neto no es óptimo comparado con el de la industria debido a que posee un bajo nivel de rotación de inventarios.

CAPITULO IV

**APLICACIÓN DE LOS MÉTODOS DE VALORACIÓN CASO “COMPAÑÍA
AZUCARERA VALDEZ”**

4.1. Métodos basados en el balance (valor patrimonial).

4.1.1. Valor contable ajustado.

Tabla 10. Balance general consolidado 2012

Activo corriente	2012	Pasivo corriente	2012
Caja y Bancos	2.651	Cuentas y documentos por pagar	16.289
Cuentas por cobrar	8.325	Obligaciones con instituciones financieras	32.287
Inventarios	55.794	Provisiones	4.541
Servicios y otros pagos anticipados	793	Otras obligaciones corrientes	8.313
Total activo corrientes	67.563	otros pasivos corrientes	6
		Total pasivo corriente	61.437
Activo no corriente		Pasivo no corriente	
Propiedades, planta y equipo	107.691	Obligaciones con instituciones financieras	12.121
Activos Biológicos	8.658	Provisiones por beneficios a empleados	38.947
Activo Intangible	135	Pasivo diferido	2.239
Activos financieros no corrientes	12.129	Total pasivo no corriente	53.308
Otros activos no corrientes	41.435	Total pasivo	114.745
Total activos no corrientes	170.047	Patrimonio	122.865
Total Activos	237.610	Total pasivo + patrimonio	237.610

Fuente: Superintendencia de compañías del Ecuador.

$$\text{Valor contable ajustado} = \text{Activo total} - \text{Pasivo total}$$

$$\text{Valor contable ajustado} = 237\ 610 - 114\ 745$$

$$\text{Valor contable ajustado} = 122\ 865$$

4.1.2. Valor sustancial.

a) **Valor sustancial bruto (valor de los activos a precios de mercado).**

$$\text{Valor sustancial bruto} = \text{valor de los activos a precios de mercado}$$

$$\text{Valor sustancial bruto} = \$237\ 610$$

b) **Valor sustancial neto de pasivos exigibles (patrimonio neto ajustado y finanzas operativas).**

$$\text{Valor sustancial neto} = \text{valor sustancial bruto} - \text{pasivo exigible}$$

$$\text{Valor sustancial neto} = \$237\ 610 - \$114\ 745$$

Valor sustancial neto = \$122 865

c) Valor sustancial bruto reducido (activos netos de deuda sin coste).

Valor sustancial bruto reducido

= valor sustancial bruto reducido solo por el valor de la deuda sin coste

Valor sustancial bruto reducido = \$237 610 – \$16 289

Valor sustancial bruto reducido = \$221 320

Al realizar el cálculo del valor sustancial los dueños de la empresa pueden conocer el valor que representa su inversión inicial a través del tiempo.

4.2. Métodos basados en el descuento de flujos de fondos.

4.2.1. Método general para el descuento de flujos.

Los métodos del descuento de flujos se pueden explicar a partir de la siguiente expresión:

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

Dónde:

CF_1 = Flujo de fondos generado por la empresa en el periodo 1

V_n = Valor residual de la empresa en el año n

K = Tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos

4.2.1.1. Obtención de proyecciones financieras.

Para realizar las proyecciones financieras se consideran los años 2013-2018 y se utilizará el método del porcentaje de ventas.

La cuenta ventas se proyectó mediante el cálculo de tendencias, considerando la información histórica del ingenio Valdez, el anexo 7 detalla las tasas de crecimiento que tendrá dicha cuenta durante el periodo 2013-2018.

Tabla. 11

**Estado de pérdidas y ganancias
Ingenio Valdez (2013-2018)
(expresado en miles)**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ventas Netas	149.874	173.872	203.7	241.598	271.748	315.156
(-) Costo de Ventas (Operacionales)	100.416	116.494	136.479	161.871	182.071	211.155
Utilidad Bruta	49.458	57.378	67.221	79.727	89.677	104.002
(-) Gastos operacionales	31.474	36.513	42.777	50.736	57.067	66.183
Resultado de Operación	17.985	20.865	24.444	28.992	32.610	37.819
(-) Gastos Financieros	5.004	5.522	6.166	6.984	7.634	8.571
(+) Otros Ingresos y Gastos. neto	-280	-280	-280	-280	-280	-280
UAI	13.261	15.623	18.558	22.288	25.256	29.528
(-) Participación e Impuestos	4.469	5.265	6.254	7.511	8.511	9.951
Utilidad (Pérdida) Neta del Ejercicio	8.792	10.358	12.304	14.777	16.745	19.577

Es así como las ventas tienen una tasa de crecimiento promedio de 15.85%, registrando las ventas más altas en 2018 con \$315,16 millones, considerando que dichos ingresos estarán sujetos a las variaciones existentes en el precio del azúcar impuesto por el MAGAP, cabe mencionar que el crecimiento promedio anual durante el periodo 2008-2012 fue de 11.44%. La cuenta costo de ventas varía en relación a las ventas y representa el 67% de las mismas en todos los años proyectados.

Los gastos financieros se obtuvieron al conocer las nuevas obligaciones financieras que asumirá la empresa para poder cubrir su nivel de ventas, se considera una tasa promedio de 7.91% para el total de deudas que generan costos.

Tabla. 12

**Gastos financieros
(expresado en miles de dólares)**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Obligaciones con instituciones financieras C/P	26,678	30,950	36,259	43005	48372	56099
Obligaciones con instituciones financieras L/P	36,588	38,863	41,692	45286	48145	52262
Total Obligaciones financieras	63,266	69,813	77,951	88,291	96,517	108,361
Gastos financieros	5,004	5,522	6,166	6,984	7,634	8,571

Los valores de la cuenta otros ingresos y gastos se tomaron de un informe emitido por la calificadora de riesgos Pacific Credit Rating S.A, el cual indica que estos valores se mantendrán constantes en 280 millones. (Ver anexo 8)

Para realizar la proyección de los activos del balance general se analizaron las cuentas que varían directamente con el volumen de ventas, se consideró la proporción de cada una de las cuentas del activo con relación a las ventas del 2012. (Tabla 12)

Para la proyección del pasivo total se considera mantener el nivel de endeudamiento promedio del ingenio que es del 54%, mediante la siguiente formula:

$$\textit{Nivel de endeudamiento promedio} = \frac{\textit{Total pasivo 2013}}{\textit{Total activo 2013}}$$

$$0.54 = \frac{\textit{Total pasivo}}{266\ 779}$$

$$\textit{Total pasivo 2013} = 0.54 * 266\ 779 = \mathbf{144\ 060}$$

Durante el periodo de proyección estos tienen una variación promedio de 14%.

En lo referente al pasivo corriente la proyección se realizó manteniendo el nivel de liquidez promedio del ingenio que es de \$1.29. Se mantuvo el porcentaje de cada una de las cuentas en relación a las ventas del 2012, con excepción de las obligaciones financieras debido a que estas fueron ajustadas al valor total del pasivo corriente que se obtuvo mediante el despeje de la fórmula del índice de liquidez.

$$\textit{Razón Corriente Promedio} = \frac{\textit{Activo corriente 2013}}{\textit{Pasivo corriente 2013}}$$

$$1.29 = \frac{77\ 609}{\textit{Pasivo corriente}}$$

$$\textit{Pasivo corriente} = \frac{77\ 609}{1.29} = \mathbf{60\ 161}$$

Durante el periodo de proyección estos tienen una variación promedio de 17%.

El total del pasivo no corriente se obtuvo de la diferencia del total pasivo y el pasivo corriente y tiene una variación promedio de 12%.

$$\textit{Total pasivo} = \textit{Pasivo corriente} + \textit{Pasivo no corriente}$$

$$144\ 061 = 60\ 162 + \textit{Pasivo no corriente}$$

$$\textit{Pasivo no corriente} = 144\ 061 - 60\ 162 = \mathbf{83\ 899}$$

En el grupo de las cuentas del patrimonio, se realizó la proyección bajo el supuesto de mantener el promedio histórico del índice de rentabilidad sobre el patrimonio (ROE 7%) y se considera que las utilidades no son repartidas sino más bien son acumuladas. Se considera que es bueno que el ingenio acumule sus utilidades puesto que con ellas se financia, sino lo hiciera tiene que contraer obligaciones financieras las mismas que generan costos que afectan a la situación económica de la empresa.

Tabla. 13 **Balance general proforma**
Ingenio Valdez (2013-2018)
(expresado en miles de dólares)

Activos corrientes	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Caja y Bancos	3045	3533	4139	4909	5521	6403
Cuentas por cobrar	9563	11094	12997	15415	17339	20109
Inventarios	64090	74352	87107	103313	116207	134769
Servicios y otros pagos anticipados	911	1057	1238	1468	1652	1915
Total de activos corrientes	77,609	90,036	105,481	125,105	140,719	163,196
Activos no corrientes						
Propiedades, planta y equipo	123704	143511	168130	199411	224296	260125
Activos Biológicos	9945	11538	13517	16032	18033	20913
Activo Intangible	154	179	209	248	279	324
Activos financieros no corrientes	13932	16163	18936	22459	25262	29297
Otros activos no corrientes	41,435	41,435	41,435	41435	41435	41435
Total activos no corrientes	189,170	212,826	242,227	279,585	309,305	352,094
Total activos	266,779	302,862	347,708	404,690	450,024	515,290
Pasivos corrientes						
Cuentas y documentos por pagar	18711	21707	25431	30162	33926	39346
Obligaciones con instituciones financieras	26678	30,950	36259	43005	48372	56099
Provisiones	5216	6051	7090	8409	9458	10969
Otras obligaciones corrientes	9550	11079	12980	15395	17316	20082
Otros pasivos corrientes	6	7	9	10	12	14
Total pasivos corrientes	60,161	69,794	81,769	96,981	109,084	126,510
Pasivos no corrientes						
Obligaciones con instituciones financieras	36588	38863	41692	45286	48145	52262
Provisiones por beneficios a empleados	44739	51903	60807	72120	81120	94078
Pasivo diferido	2572	2984	3496	4146	4663	5408
Total pasivos no corrientes	83,899	93,750	105,995	121,552	133,928	151,748
Total pasivos	144,060	163,544	187,764	218,533	243,012	278,258

Patrimonio

Capital Social	1,307	1,307	1307	1307	1307	1307
Aportes para futuras capitalizaciones	196	6437	14759	26195	30305	40749
Reservas	42,511	42,511	42511	42511	42511	42511
Otros resultados integrales	44,152	44,152	44152	44152	44152	44152
Resultados acumulados	25,761	34553	44911	57215	71992	88736
Resultados del ejercicio	8,792	10,358	12304	14777	16745	19577
Total patrimonio	122,719	139,318	159,944	186,157	207,012	237,032
Pasivo + Patrimonio	266,779	302,862	347,708	404,690	450,024	515,290

Dentro del análisis global las proyecciones financieras presentadas influyen de una manera directa en la valoración del ingenio, puesto que de estas depende la situación financiera que la empresa tendrá en un futuro. La nueva posición financiera de la empresa es similar a la del periodo 2008-2012 ya que se consideró mantener los mismos niveles de liquidez, endeudamiento y rendimiento sobre el patrimonio (ROE), como se mencionaba en el capítulo 3 el ingenio Valdez maneja niveles bajos en sus indicadores financieros con respecto a la industria.

4.2.1.2. Determinación del flujo de caja adecuado.

El método que se utilizó para la elaboración del flujo de caja es el indirecto, debido a que en este detallamos las actividades operativas, financieras y de inversión de la empresa.

Para realizar el cálculo de los flujos de fondos libres se debe hacer una suposición del dinero que la empresa tendrá por ingresos y por egresos en cada uno de los periodos establecidos, se trata de crear supuestos que serán usados para construir un presupuesto de tesorería. Sin embargo en el caso de valoración de empresas se debe prever flujos de fondos a mayor distancia en el tiempo.

**Tabla 14. Estado de flujos de efectivo método indirecto
Ingenio Valdez (2013-2015)
(expresado en miles de dólares)**

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Utilidad Neta	8792	10358	12304	14777	16745	19577
Depreciación	115394	129824	147758	170547	188676	214777
Flujo de Caja	124186	140182	160062	185324	205421	234354
Operación						
Cuentas por cobrar	-897	-1273	-1487	-1941	-1385	-2080
Inventarios	-6008	-8532	-9967	-13009	-9283	-13937
Servicios y otros pagos anticipados	-85	-121	-141	-185	-133	-197
Activos financieros no corrientes	-1306	-1855	-2167	-2828	-2018	-3030
Cuentas y documentos por pagar	1754	2491	2910	3798	2710	4070
<i>Efectivo neto derivado de actividades operativas</i>	<i>117644</i>	<i>130892</i>	<i>149210</i>	<i>171159</i>	<i>195311</i>	<i>219180</i>
Inversión						
Propiedades, planta y equipo	-11598	-16467	-19237	-25111	-17916	-26902
Activos Biológicos	-932	-1324	-1546	-2019	-1441	-2162
Activo Intangible	-15	-21	-23	-31	-22	-34
Otros activos no corrientes	1699	1119	1554	1521	1448	1649
<i>Efectivo neto derivado de actividades de inversión</i>	<i>-10845</i>	<i>-16694</i>	<i>-19253</i>	<i>-25640</i>	<i>-17931</i>	<i>-27449</i>
Financiación						
Obligaciones con instituciones financieras	-6933	3552	4148	5415	3864	5802
Otras obligaciones corrientes	895	1271	1486	1939	1383	2077
Otros pasivos corrientes	0	1	2	1	2	2
Obligaciones con instituciones financieras	23970	1287	1372	2064	1276	2201
Provisiones por beneficios a empleados	4194	5956	6958	9081	6479	9729
Pasivo diferido	241	343	400	522	372	559
Capital Social	-53,587	-35,289	49	-48	-46	-52
<i>Efectivo neto derivado de actividades de financiamiento</i>	<i>22314</i>	<i>12374</i>	<i>14414</i>	<i>18974</i>	<i>13330</i>	<i>20318</i>
FLUJO NETO	285	406	474	618	440	662
+ ARRANQUE CAJA	2760	3127	3665	4291	5081	5741
= Fondos al Cierre	3045	3533	4139	4909	5521	6403

En la tabla 14 se observa el estado de flujos de fondos generado durante el periodo 2013-2018 para el ingenio Valdez, se puede concluir que el ingreso promedio durante este periodo será de \$174,92 millones, su flujo de efectivo derivado de las actividades operativas se ubicará en \$163,90 millones, la empresa gastará \$19,64 millones que representa el 12% de todo su flujo operativo en nuevos activos fijos e inversiones a largo plazo; el financiamiento promedio del ingenio será de \$16,95 millones. Los pasos para la elaboración del presente flujo se detallan en los (anexos 9 y 10); en el anexo 9 se ajustan los balances con la tasa de inflación proyectada por la CEPAL y en el anexo 10 se presentan los cambios en la situación financiera.

Tabla. 15

Flujo de caja libre						
Ingenio Valdez (2013-2018)						
(expresado en miles de dólares)						
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
(=) Utilidad Neta	8792	10358	12304	14777	16745	19577
(+) Depreciación	115394	129824	147758	170547	188676	214777
(+) Provisiones a largo plazo	4194	5956	6958	9081	6479	9729
(=) Flujo de caja neto	128380	146138	167020	194405	211900	244084

Para obtener el flujo de caja neto es necesario sumar a la utilidad neta, la depreciación y las provisiones a largo plazo, en el caso del ingenio Valdez este flujo tendrá un crecimiento promedio de 14% durante el periodo 2013-2018. Los flujos presentados se consideran como buenos para la empresa, puesto que estos permitirán sostener la actividad de la misma.

4.2.1.3. Cálculo de la tasa de descuento.

$$CMPC (K) = kd(1 - t) Pd + ke * Prp$$

Para hallar el ke se utiliza el modelo CAPM (capital asset pricing model), que se obtiene de la siguiente fórmula:

$$CAPM = Rf + \beta(Rm - Rf) + RP$$

Para la aplicación de este modelo se consideran los siguientes datos:

Tabla 16. Variables del modelo CAPM

Variable	Representa
$R_f = 0.06$	La tasa de interés que paga el estado ecuatoriano por la emisión de bonos.
$\beta = 1$	En el caso de Ecuador no existen datos sobre este coeficiente, por ende se asumirá que el riesgo de la empresa es igual al riesgo de mercado.
$R_m = 0.10$	Rendimiento del Ecuindex ⁵
$R_p = 0.0616$	Riesgo país

Fuente: BCE, Bolsa de Valores de Quito

$$CAPM = 0.06 + 1(0.10 - 0.06) + 0.0616$$

$$CAPM = 0.10 + 0.0616$$

$$CAPM = 0.1616 = 16.16\%$$

El coste de los recursos propios del ingenio Valdez es de 16.16%.

Una vez obtenido el coste de los recursos propios se procede a calcular la tasa de descuento.

$$CMPC(K) = kd(1 - t)Pd + ke * Prp$$

Tabla 17. Variables del cálculo de la tasa de descuento

Variable	Representa
$kd = 0.0791$	La tasa de interés de las obligaciones financiera totales del año 2012.
$t = 0.3370$	Impuesto a la renta de las empresas 22% y 15% de distribución de utilidades a los trabajadores.
$Pd = 0.48$	La proporción que representa el pasivo exigible.
$ke = 0.1616$	Coste de los recursos propios (CAPM).
$Prp = 0.52$	La proporción que representa el patrimonio.

Fuente: BCE

$$CMPC(K) = 0.0791(1 - 0.3370) 0.48 + 0.1616 * 0.52$$

$$CMPC(K) = 0.02517 + 0.0840$$

$$CMPC(K) = 0.11 = 11\%$$

⁵ Ecuindex: Constituye un indicador nacional que refleja el precio de las acciones, el cual muestra la evolución de los precios en el mercado accionario a nivel nacional.

La tasa con la que descontaremos los flujos es de 11%.

4.2.1.4. Obtención del valor residual.⁶

$$Vn = \frac{CF_n(1 + g)}{k_e - g}$$

Tabla 18. Variables del cálculo del valor residual

Variable	Representa
$CF_n = 167\ 020$	Flujo de caja proyectado para el año 2015.
$g = 0.11$	Estimación lineal entre el PIB y las ventas por la tasa de crecimiento promedio del PIB.
$k_e = 0.1616$	Coste de los recursos propios

Fuente: BCE

$$Vn = \frac{244\ 084(1 + 0.11)}{0.1616 - 0.11}$$

$$Vn = \frac{244\ 084(1.11)}{0.0516}$$

$$Vn = \frac{270\ 933}{0.0516}$$

$$Vn = 5\ 250\ 639$$

Aunque los flujos pueden tener una duración indefinida, con el pasar de los años estos pueden ser no válidos, puesto que su valor presente es menor cuando más lejano es el horizonte temporal.

⁶ Titman y Martín (2009), lo denominan valor actual del valor terminal del periodo de planificación, representa el valor actual de todos los flujos de caja que se espera recibir más allá del final del periodo de planificación.

4.2.1.5. Obtención del valor de la compañía.⁷

$$V = \frac{FCL_1}{(1+K)} + \frac{FCL_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{(FCL_n + V_n)}{(1+K)^n}$$

$$V = \frac{128\,380}{(1+0.11)} + \frac{146\,138}{(1+0.11)^2} + \frac{(167\,020)}{(1+0.11)^3} + \frac{(194\,405)}{(1+0.11)^4} + \frac{(211\,900)}{(1+0.11)^5} + \frac{(244\,084 + 5\,250\,639)}{(1+0.11)^6}$$

$$V = \frac{128\,380}{(1.11)} + \frac{146\,138}{(1.11)^2} + \frac{167\,020}{(1.11)^3} + \frac{194\,405}{(1.11)^4} + \frac{211\,900}{(1.11)^5} + \frac{5\,494\,723}{(1.11)^6}$$

$$V = \frac{128\,380}{(1.11)} + \frac{146\,138}{1.2321} + \frac{167\,020}{1.3676} + \frac{194\,405}{1.5181} + \frac{211\,900}{1.6851} + \frac{5\,494\,723}{1.8704}$$

$$V = 115\,658 + 118\,609 + 122\,126 + 128\,058 + 125\,749 + 2\,937\,726$$

$$V = 3\,547\,926 - 114\,745$$

$$V = 3\,433\,181$$

4.3. Análisis de resultados.

4.3.1.1. Comparación de métodos aplicados.

Tabla 19. Valoración del Ingenio Valdez (expresado en miles de dólares)					
Método de balance				Método de descuento de flujo de fondos	
Valor contable ajustado	Valor sustancial			Valor residual	Valor del ingenio Valdez
	Bruto	Neto	Bruto reducido		
122 865	237 610	122 865	221 320	5 250,639	3 433,181

En la tabla 19 se puede observar los resultados del valor de la empresa mediante el método de balance y descuento de flujo de fondos.

En el método de balance tenemos el valor mínimo al que se puede comprar o vender la empresa, en el caso del ingenio Valdez consideramos el valor contable ajustado por \$122,865 millones que es igual al valor sustancial neto; este valor corresponde al valor de mercado; los balances se encuentran ajustados al año 2012.

⁷ Titman y Martín (2009), lo definen como el valor actual de los flujos de caja del periodo, representa el valor actual de un conjunto de flujos de caja durante un número finito de años.

Mediante el método de descuento de flujo de fondos obtuvimos el valor máximo al que se puede vender o comprar el ingenio Valdez, según las proyecciones realizadas hasta el 2018 la empresa será valorada por \$3 433,181 millones.

4.3.1.2. Método seleccionado para la valoración de Valdez.

El método recomendado para realizar la valoración del ingenio Valdez, en el caso de entrar en un proceso venta es el de descuento de flujos de fondos porque a través de este proceso se obtienen una estimación de los beneficios de rentabilidad que la empresa podría llegar a tener en el futuro.

El comprador debe analizar el valor que está dispuesto a pagar, conociendo previamente el tipo de empresa que es, sus estados financieros históricos y el posicionamiento que la misma tiene en el mercado, pues de estos factores depende que las proyecciones sean más acertadas.

CONCLUSIONES

- ✓ La aplicación de los métodos de valoración permite a las empresas compararse con otras de su sector o que desarrollan una actividad similar en el mercado local, permitiendo analizar los factores que inciden en la rentabilidad de su empresa.
- ✓ El ingenio Valdez es uno de los principales abastecedores de azúcar en el mercado local con una participación del 28%, su principal competencia es el ingenio San Carlos, los clientes potenciales del ingenio son las familias y los supermercados a nivel nacional.
- ✓ La información financiera que presentan los estados financieros del ingenio Valdez en el periodo 2008-2012 nos sirvieron para poder analizar la estructura financiera y económica de la misma. Al realizar el análisis podemos concluir que la empresa en comparación con la industria posee índices relativamente bajos, lo cual provoca una rentabilidad mínima.
- ✓ La falta de aplicación de los métodos de valoración de empresas provoca que estas no estén correctamente valoradas y al momento de realizar una operación ya sea de compra o venta se desconoce a ciencia cierta su valor y por ende los inversionistas pueden incurrir en pérdidas; así mismo los dueños de la empresa pueden sobrevalorar la misma.
- ✓ La información emitida por las empresas que realizan actividades en el Ecuador es ineficiente, puesto que no se cuenta con datos necesarios para poder realizar una valoración más cercana a la realidad, a diferencia de otros países especialmente los desarrollados que cuentan con un sinnúmero de información económica y financiera de las empresas.

RECOMENDACIONES

- Es recomendable que el proceso de valoración no solo se aplique en las grandes empresas sino también en las microempresas, consiguiendo con esto una cultura de valoración para operaciones de compra y venta.
- Se recomienda analizar las variables macro y micro económicas que influyen en el comportamiento económico y financiero de la empresa.
- Para conocer la situación económica y financiera de la empresa es recomendable analizar la evolución histórica de las cuentas más relevantes que presentan los estados financieros.
- Para realizar las proyecciones financieras es necesario asumir supuestos que vayan acorde con la realidad de la economía en donde se encuentra operando la empresa, se recomienda tener la mayor información posible sobre los estados financieros de la misma pues de esto depende que el valor final de empresa se encuentre lo más próximo a la realidad.
- Para encontrar el coste de los recursos propios se recomienda utilizar el modelo CAPM, puesto que es uno de los métodos más sencillos a seguir; en el caso de Ecuador se asume el valor de uno para la variable beta ya que en la bolsa de valores en donde opera Valdez no existen datos para la misma; asimismo en países de economías emergentes es necesario considerar la variable del riesgo país ya que en caso de omitirla se podría estar sobrevalorando la empresa.
- Se recomienda que la bolsa de valores presente información sobre el coeficiente de volatilidad (β) y la tasa de crecimiento constante (g) de cada una de las empresas que cotizan en la misma, con ello se facilitaría obtener un valor más cercano a la realidad del mercado.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Alegre, L., Berne, C., & Galve, C. (2000). *Fundamentos de economía de la empresa perspectiva funcional*. Barcelona: Ariel S.A.

Andres, S. S. (1996). *Curso de la Economía de la Empresa*. Madrid.

Bueno, E., Cruz, I., & Juan, D. (2000). *Economía de la empresa*. Madrid: Piramide.

Centros Europeos de Empresas Innovadoras. (2008). *Manual de Valoración de Empresas*. Madrid.

Compañía Azucarera Ingenio Valdez. (13 de Agosto de 2012). *Bolsa de Valores de Quito*. Obtenido de Bolsa de Valores de Quito: http://www.bolsadequito.info/uploads/inicio/prospectos/papel-comercial/130829161837-1638c81e9d5f6425a5a0eb93d50587ac_pacValdez.pdf

Compañía Azucarera Ingenio Valdez S.A. (26 de Enero de 2010). *Corporación Interamericana de Inversiones*. Obtenido de Corporación Interamericana de Inversiones: <http://www.iic.org/es/proyectos/project-disclosure/ec3863a-01/compa%C3%B1%C3%ADa-azucarera-valdez-sa>

Cruz, J., Villarreal, J., & Rosillo, J. (2002). *Finanzas Corporativas, Valoración, Política de Financiamiento y Riesgo*. Bogotá: Thomson.

Dirección de Estadística Económica. (Marzo de 2012). *Banco Central del Ecuador*. Obtenido de Banco Central del Ecuador: <http://www.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/EstMacro032012.pdf>

El Universo. (17 de Abril de 2010). *El Universo*. Obtenido de El Universo: <http://www.eluniverso.com/2010/04/18/1/1356/gobierno-preve-importar-hasta-3-mil-t-azucar.html>

García, O. (2003). *Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA*. Medellín: Digital Express Ltda.

Gobierno Nacional de la República del Ecuador. (Julio de 2010). *Banco Central del Ecuador*. Obtenido de Banco Central del Ecuador: http://www.bce.fin.ec/documentos/Estadisticas/SectorReal/Previsiones/IndCoyuntura/EvolucionEconEcu_07-10.pdf

Gil, M. d. (1998). *Como crear y hacer funcionar una empresa*. Madrid: ESIC.

Hernández, S., & Pulido, A. (2011). *Fundamentos de Gestión empresarial*. México: McGraw-Hill.

Hurtado, E. P. (Marzo de 2012). *Boletín Económico*. Recuperado el 25 de 06 de 2013, de Qué es la inflación?:

<http://www.lacamara.org/ccg/2012%20Mar%20BE%20CCG%20Inflacion%20y%20su%20i mpacto%20en%20la%20economia.pdf>

ieOpen Course Ware. (15 de Febrero de 2014). OCW. Obtenido de OCW: <http://openmultimedia.ie.edu/OpenProducts/valoracion/valoracion/frames.html>

INCAE Business Review. (2006). Métodos de valoración de empresas. *INCAE Business Review*, 10-18.

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (30 de Septiembre de 2010). *INEC*. Obtenido de INEC: http://www.inec.gob.ec/cpv/descargables/fasciculos_provinciales/loja.pdf

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (Agosto de 2011). *Ecuador en cifras*. Obtenido de Ecuador en cifras: <http://www.ecuadorencifras.com/cifras-inec/pdfs/agro13.pdf>

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (Diciembre de 2011). *INEC*. Obtenido de INEC: http://www.inec.gob.ec/espac_publicaciones/espac-2011/INFORME_EJECUTIVO%202011.pdf

La Camara de Comercio de Guayaquil. (Diciembre de 2012). *La Camara de Comercio de Guayaquil*. Obtenido de Boletín Económico: <http://www.lacamara.org/ccg/2012%20DIC%20BE%20CCG%20PERSPECTIVAS%202013.pdf>

Larrea, C. (2006). *Universidad Andina Simón Bolívar*. Obtenido de Universidad Andina Simón Bolívar: <http://www.uasb.edu.ec/UserFiles/File/pdfs/DOCENTES/CARLOS%20LARREA/LarreaDolarizacionfinal06>.

Maldonado, D. (2007). *Banco Central del Ecuador*. Obtenido de Banco Central del Ecuador: <http://www.bce.fin.ec/docs.php?path=./documentos/PublicacionesNotas/Catalogo/NotasTecnicas/nota76.pdf>

Ministerio de Agricultura, Ganadería, Acuacultura y Pesca. (Diciembre de 2012). *MAGAP*. Obtenido de *MAGAP*: <http://servicios.agricultura.gob.ec/sinagap/phocadownloadpap/Comercializacion/Boletines/azucar/Boletin%20azucar%202012.pdf>

Ministerio de Agricultura, Ganadería, Acuacultura y Pesca. (Enero de 2013). *SINAGAP*. Obtenido de *SINAGAP*: <http://sinagap.agricultura.gob.ec/phocadownloadpap/Comercializacion/Boletines/azucar/Boletin%20azucar%202012.pdf>

Ministerio de Finanzas. (08 de 2012). *Ministerio de Finanzas*. Obtenido de Ministerio de Finanzas: <http://www.finanzas.gob.ec/wp->

content/uploads/downloads/2012/08/PROGRAMACION_PRESUPUESTARIA_2012-2015.pdf

Monberg, M. (Septiembre de 2006). *Universidad Técnica Federico Santa María*. Obtenido de Universidad Técnica Federico Santa María: <http://www.sisman.utm.edu.ec/libros/FACULTAD%20DE%20CIENCIAS%20ADMINISTRATIVAS%20Y%20ECON%20MICAS/CARRERA%20DE%20ADMINISTRACION%20DE%20EMPRESAS/10/10-4%20RESPONSABILIDAD%20SOCIAL%20EMPRESARIAL/Reyno%20Monberg%20-%20Responsabilidad%20Social%20Empre>

Munch, L. (2010). *Administracion*. Mexico: Pearson.

Muñoz, R. (30 de Septiembre de 2011). *Superintendencia de Bancos y Seguros*. Obtenido de Superintendencia de Bancos y Seguros: http://www.sbs.gob.ec/medios/PORTALDOCS/downloads/articulos_financieros/Estudios%20Tecnicos/2011/AT31_2011.pdf

Orellana, M. (2011). Hechos estilizados del ciclo económico del Ecuador:1990-2009. *Universitas*, 53-84.

Ortiz, H. (2004). *Análisis financiero aplicado*. Bogotá: Sigma Editores Ltda.

Preve, L., & García, J. (Diciembre de 2006). *IAE Business School*. Obtenido de IAE Business School: <http://www.iae.edu.ar/antiguos/Documents/IAE8PAG14-17CASO2finan.pdf>

Rojo, A. (2007). Valoración de empresas . En A. Rojo, *Valoración de empresas y gestión basada en el valor* (págs. 81-82). Madrid: Thomson.

Ross, S., Westerfield, R., & Jordan, B. (2010). *Fundamentos de finanzas corporativas*. México: Mc Graw Hill.

Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador. (31 de Diciembre de 2010). *SBS*. Obtenido de SBS: http://www.sbs.gob.ec/practg/sbs_index?vp_art_id=1564&vp_tip=2&vp_buscr=41

Superintendencia de Economía Popular y Solidaria. (31 de Diciembre de 2012). *SEPS*. Obtenido de SEPS: <http://www.seps.gob.ec/web/guest/sector-cooperativo>

Titman, S., & Martin, J. (2009). *Valoración*. Madrid: Pearson.

Van, J., & Wachowicz, J. (2002). *Fundamentos de Administración Financiera*. México: Pearson Educación.

Váquiro, J. (23 de Febrero de 2010). *Pymes Futuro*. Obtenido de Pymes Futuro: <http://pymesfuturo.com/Cpcapital.htm>

Zapata, R. (2008). Descubre cuánto vale tu empresa. *Finanzas de Negocios*, 21-22.

ANEXOS

Anexo 1
Balance General
Ingenio Valdez
(expresado en miles de dólares)

Activo corriente	2008	2009	2010	2011	2012
Caja y Bancos	2,504	15,325	1,749	907	2,651
Cuentas por cobrar	4,999	9,176	9,488	6,654	8,325
Inventarios	31,649	37,233	38,484	46,549	55,794
Servicios y otros pagos anticipados	488	444	482	563	793
Activos por impuestos corrientes	330		143	0	
Otros Activos			2		
Total de activo corriente	39,970	62,178	50,348	54,673	67,563
Activo no corriente					
Propiedades, planta y equipo	36,970	44,935	60,308	66,584	107,691
Propiedades de inversión				38,046	
Activos Biológicos				7,096	8,658
Activo Intangible				69	134
Activos financieros no corrientes	4,896	7,672	8,667	12,050	12,129
Otros activos no corrientes	21,503	18,758	21,271	45,029	41,435
Total activo no corriente	63,369	71,365	90,246	168,874	170,047
Total activo	103,339	133,543	140,594	223,547	237,610
Pasivo corriente					
Cuentas y documentos por pagar	5,725	8,279	11,629	8,627	16,289
Obligaciones con instituciones financieras	17,681	27,844	21,196	25,633	32,287
Provisiones	2,326	2,617	2,451	780	4,541
Préstamos de accionistas locales	1,265	1,265	1,265		
Otras obligaciones corrientes	2,117	1,928	4,311	7,345	8,314
Otros pasivos corrientes					6
Total pasivo corriente	29,114	41,933	40,852	42,385	61,437
Pasivo no corriente					
Obligaciones con instituciones financieras	6,061	19,921	23,413	19,446	12,121
Provisiones por beneficios a empleados	19,503	20,697	20,986	28,137	38,948
Otras provisiones				9,483	
Pasivo diferido		362	2	2,520	2,239
Total pasivo no corriente	25,564	40,980	44,401	59,586	53,308
Total pasivo	54,678	82,913	85,253	101,971	114,745

Patrimonio

Capital Social	1,307	1,307	1,307	1,307	1,307
Aportes para futuras capitalizaciones	196	196	196	196	196
Reservas	42,834	42,834	42,834	32,761	42,511
Otros resultados integrales				44,152	44,152
Resultados acumulados	639	3,956	6,293	34,393	23,659
Resultados del ejercicio	3,685	2,337	4,711	8,767	11,040
Total patrimonio	48,661	50,630	55,341	121,576	122,865
Patrimonio + Pasivo	103,339	133,543	140,594	223,547	237,610

Anexo 2
Estado de pérdidas y ganancias
Ingenio Valdez
(expresado en miles de dólares)

	2008	2009	2010	2011	2012
Ventas Netas	86,775	80,435	106,122	128,981	130,474
(+) Cambio valor razonable Activos Biológicos				6,237	2,907
(-) Costo de Ventas (Operacionales)	57,440	57,283	77,421	93,048	86,898
Utilidad Bruta	29,335	23,152	28,701	42,170	46,483
(-) Gastos operacionales	22,647	18,207	19,486	24,531	26,873
Resultado de Operación	6,688	4,945	9,215	17,639	19,610
(-) Gastos Financieros	2,229	2,423	3,224	3,619	3,512
(+) Otros Ingresos y Gastos, neto	-649	-1,251	-1,260	2,670	977
UAI	5,108	3,773	7,251	11,350	15,121
(-) Participación e Impuestos	1,423	1,436	2,540	2,583	4,081
Utilidad (Pérdida) Neta del Ejercicio	3,685	2,337	4,711	8,767	11,040

Anexo 3
Balance general
Ingenio Valdez 2012
(expresado en miles)

	2012	Análisis Vertical
Activo corriente		
Caja y Bancos	2,651	4%
Cuentas por cobrar	8,325	12%
Inventarios	55,794	83%
Servicios y otros pagos anticipados	793	1%
Total de activo corriente	67,563	100%
Activo no corriente		
Propiedades, planta y equipo	107,691	63%
Activos Biológicos	8,658	5%
Activo Intangible	135	0%
Activos financieros no corrientes	12,129	7%
Otros activos no corrientes	41,435	24%
Total activo no corriente	170,047	100%
Total activo	237,610	
Pasivo corriente		
Cuentas y documentos por pagar	16,289	27%
Obligaciones con instituciones financieras	32,287	53%
Provisiones	4,541	7%
Otras obligaciones corrientes	8,313	14%
otros pasivos corrientes	6	
Total pasivo corriente	61,437	100%
Pasivo no corriente		
Obligaciones con instituciones financieras	12,121	23%
Provisiones por beneficios a empleados	38,947	73%
Pasivo diferido	2,239	4%
Total pasivo no corriente	53,308	100%
Total pasivo	114,745	
Patrimonio		
Capital Social	1,307	1%
Aportes para futuras capitalizaciones	196	0%
Reservas	42,511	35%
Otros resultados integrales	44,152	36%
Resultados acumulados	23,659	19%
Resultados del ejercicio	11,041	9%
Total patrimonio	122,865	100%
Patrimonio + Pasivo	237,610	

Anexo 4
Análisis horizontal del balance general
Ingenio Valdez
(expresado en miles)

Activo corriente	2009	2010	2011	2012
Caja y Bancos	512%	-89%	-48%	192%
Cuentas por cobrar	84%	3%	-30%	25%
Inventarios	18%	3%	21%	20%
Servicios y otros pagos anticipados	-9%	9%	17%	41%
Activos por impuestos corrientes	-100%		-82%	-100%
Total de activo corriente	56%	-19%	9%	24%
Activo no corriente				
Propiedades, planta y equipo	22%	34%	10%	62%
Propiedades de inversión				-100%
Activos Biológicos				22%
Activo Intangible				97%
Activos financieros no corrientes	57%	13%	39%	1%
Otros activos no corrientes	-13%	13%	112%	-8%
Total activo no corriente	13%	26%	87%	1%
Total activo	29%	5%	59%	6%
Pasivo corriente				
Cuentas y documentos por pagar	45%	40%	-26%	89%
Obligaciones con instituciones financieras	57%	-24%	21%	26%
Provisiones	12%	-6%	-68%	482%
Préstamos de accionistas locales	0%	0%	-100%	
Otras obligaciones corrientes	-9%	124%	70%	13%
Otros pasivos corrientes				
Total pasivo corriente	44%	-3%	4%	45%
Pasivo no corriente				
Obligaciones con instituciones financieras	229%	18%	-17%	-38%
Provisiones por beneficios a empleados	6%	1%	34%	38%
Otras provisiones				-100%
Pasivo diferido		-99%	121671%	-11%
Total pasivo no corriente	60%	8%	34%	-11%
Total pasivo	52%	3%	20%	13%
Patrimonio				
Capital Social	0%	0%	0%	0%
Aportes para futuras capitalizaciones	0%	0%	0%	0%
Reservas	0%	0%	-24%	30%
Otros resultados integrales				0%
Resultados acumulados	519%	59%	447%	-31%
Resultados del ejercicio	-37%	102%	86%	26%
Total patrimonio	4%	9%	120%	1%
Patrimonio + Pasivo	29%	5%	59%	6%

Anexo 5
Indicadores de actividad Ingenio Valdez (2008-2012)
(expresado en días)

Indicadores de actividad	2008	2009	2010	2011	2012
Rotación de cartera.	21	42	33	19	23
Rotación de inventarios.	201	237	181	183	234
Rotación de proveedores.	36	53	55	34	68
Ciclo operativo	222	279	214	201	258
Ciclo de efectivo.	186	226	159	168	189

Anexo 6
Estado de pérdidas y ganancias
Ingenio Valdez 2012
(expresado en miles)

	2012	Análisis Vertical
Ventas Netas	130,474	100%
(+) Cambio valor razonable Activos Biológicos	2,907	2%
(-) Costo de Ventas (Operacionales)	86,898	67%
Utilidad Bruta	46,483	36%
(-) Gastos operacionales	26,873	21%
Resultado de Operación	19,610	15%
(-) Gastos Financieros	3,512	3%
(+) Otros Ingresos y Gastos, neto	977	1%
(-) Participación e Impuestos	4,081	3%
Utilidad (Pérdida) Neta del Ejercicio	11,040	8%

Anexo 7

Proyección del PIB y las ventas

Año	PIB X	Ventas Y
2008	6.40%	9.87%
2009	0.60%	-7.31%
2010	3.50%	31.94%
2011	7.80%	21.54%
2012	5.10%	1.16%
2013	3.80%	14.87%
2014	4.50%	16.01%
2015	4.86%	17.16%
2016	5.85%	18.60%
2017	5.14%	12.48%
2018	4.51%	15.97%

Anexo 8

Informe de Pacific Credit Rating

Ingenio Valdez

Proyecciones

Para el análisis de las proyecciones financieras para el periodo 2013-2017 se han tomado en consideración los siguientes aspectos:

- Se proyectó la venta del jugo de caña, melaza y azúcar.
- Los precios de venta se mantienen
- Se proyectó incremento en las unidades vendidas en el mercado local
- Se proyectó la exportación de azúcar, los precios y unidades se mantienen
- En la deuda financiera se asumió una tasa de interés promedio más elevada de la que actualmente tienen sus pasivos
- Reestructuración de pasivos
- Normativa tributaria actual

De acuerdo a las proyecciones de la Compañía Azucarera Valdez S.A., las ventas tendrían un crecimiento promedio anual del 2,60%, registrando US\$ 141,07 millones a finales del 2013 y US\$ 156,29 millones para el 2017. Cabe mencionar que el crecimiento promedio anual para el periodo 2008-2012 fue de 11,83%.

Por su parte, los costos de venta tendrían un crecimiento promedio anual del 3,74% y una participación promedio de 68,46% sobre los ingresos, siendo más alta que lo alcanzado en lo real en 2012 (65,15% de participación). Es así que los costos de venta pasarían de US\$ 93,89 millones en el 2013 a US\$ 108,66 millones en el 2017.

Por otro lado, los gastos operativos, mantendría un nivel de 27,60 millones, y una participación promedio sobre los ingresos del 18,40%, siendo menor a la participación alcanzada en 2012 (20,15%). Por otro lado, se proyectaron gastos financieros en función del pago de las emisiones, mostrando que para el 2013 estos sean de US\$ 3,85 millones y de US\$4,05 millones para el 2017, con una participación promedio anual del 6,44%. Cabe mencionar que con la emisión de obligación se hará una reestructuración de los pasivos de corto y largo plazo, y así contar con mejores condiciones de tasas y plazos.

Finalmente, la utilidad neta que se estima para el 2013 es de US\$ 9,63 millones y que crezca a US\$ 9,80 millones para el 2017, mostrando un crecimiento promedio anual del 0,43% y con una participación promedio de 6,44% sobre los ingresos, menor a lo real en 2012 (8,28%).

Cuadro 13: Estado de Resultados Proyectado (US\$ miles)					
Estado de Resultados	2013	2014	2015	2016	2017
Ventas Netas	141.066	147.049	151.907	154.926	156.288
(-) Costo de Ventas	93.891	99.869	104.627	107.546	108.658
Utilidad Bruta	47.175	47.180	47.280	47.380	47.630
(-) Gastos Operacionales	27.600	27.600	27.600	27.600	27.600
Utilidad Operativa	19.575	19.580	19.680	19.780	20.030
(-) Gastos financieros	3.845	3.900	3.950	4.000	4.050
Otros Ingresos y Egresos	-280	-280	-280	-280	-280
Resultado antes de part. e impuestos	15.450	15.400	15.450	15.500	15.700
(-) Participación laboral e Imp. a la Renta	5.816	5.800	5.817	5.833	5.901
Utilidad Neta	9.633	9.600	9.633	9.666	9.799

Fuente: Compañía Azucarera Valdez S.A. / Elaboración: PACIFIC CREDIT RATING

Cumplimiento de Proyecciones a Octubre 2013

Al 31 de octubre de 2013, se observa que en lo que va del año, en las ventas se va cumpliendo en 70,35%, mientras que el costo de venta lleva el 73,05% de cumplimiento. Dado estos valores, se observa que la utilidad bruta que se proyectó para finales del 2013, ha sido alcanzada en un 64,99%. Por otro lado, la utilidad operativa esperada tiene un cumplimiento del 64,77%. Finalmente, la utilidad neta esperada a diciembre de 2013, tiene un cumplimiento del 65,20%.

Cuadro 14: Cumplimiento de Proyecciones (US\$)		
Estado de Resultados	oct-13	Cumplimiento
Ventas	99.245	70,35%
Costos de Ventas	68.588	73,05%
Utilidad Bruta	30.657	64,99%
Gastos Operacionales	17.979	65,14%
Utilidad Operacional	12.678	64,77%

Gastos financieros	3.159	82,17%
Otros gastos/ingresos	-555	198,07%
Utilidad Neta	10.073	65,20%

Fuente: COMPAÑÍA AZUCARERA VALDEZ S.A. / Elaboración: Calificadora de Riesgos PACIFIC CREDIT RATING S.A

En relación a la generación de recursos propios, se proyecta un EBITDA que crezca a una tasa promedio anual del 3,33% durante el periodo 2013-2017, pasando de US\$ 27,86 millones para el 2013 a US\$ 31,76 millones para el 2017. Del análisis financiero realizado para las proyecciones, se puede resumir los principales indicadores financieros estimados para el periodo de emisión en el siguiente cuadro:

Cuadro 15: Indicadores Financieros Proyectados (US\$ miles)							
Cuenta	2013	oct-13	Cumplimiento	2014	2015	2016	2017
Ingresos Operacionales	141.066	99.245	70,35%	147.049	151.907	154.926	156.288
(-)Costos y Gastos Operativos	121.491	86.567	71,25%	127.469	132.227	135.146	136.258
Depreciación	8.285	4.435	53,53%	9.334	10.422	11.416	11.726
EBITDA	27.859	17.112	61,42%	28.913	30.102	31.196	31.756
Gastos Financieros	3.845	3.159	82,17%	3.900	3.950	4.000	4.050
Deuda Financiera	34.309	45.237	131,85%	40.722	52.311	60.301	57.741
EBITDA/Gastos Financieros (veces)	7,25	5,42	74,75%	7,41	7,62	7,80	7,84
Deuda Financiera/EBITDA (años)	1,23	2,64	214,66%	1,41	1,74	1,93	1,82

Fuente: COMPAÑÍA AZUCARERA VALDEZ S.A. / Elaboración: Calificadora de Riesgos PACIFIC CREDIT RATING S.A.

A continuación, se presenta el flujo de caja proyectado para el periodo 2013-2017, donde se ha incluido la reestructuración de pasivos, así como el pago de las emisiones de obligación, papel comercial y la titularización que mantiene en el mercado de valores, presentando un cumplimiento del total de ingresos en 71,83%, el total de egresos muestra un cumplimiento del 74,33%, es así que el Flujo Operacional tiene un cumplimiento del 49,62%, el Flujo de Inversiones del 89,60%, mientras que el flujo de financiamiento presenta un cumplimiento de 11,11%, debido a la reestructuración de pasivos y dando un Flujo de caja Final con un cumplimiento de 772,79%, debido a que el Flujo Generado ha aumentado considerablemente.

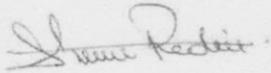
Cuadro 16: Flujo de Caja Proyectado (US\$ miles)							
Cuenta	dic-13	oct-13	Cumplimiento	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17
Ventas de Azúcar	129.484	93.479	72,19%	136.014	140.004	142.114	143.843
Otros	9.651	6.468	67,02%	9.573	10.380	11.112	11.802
Total Ingresos	139.135	99.947	71,83%	145.587	150.384	153.226	155.644
Cañicultores	(25.497)	(13.759)	53,96%	(25.219)	(25.360)	(25.553)	(25.595)
Gasto Laboral	(43.772)	(31.046)	70,93%	(44.792)	(46.617)	(46.892)	(47.017)
Servicios Prestados	(22.477)	(19.606)	87,23%	(24.664)	(24.864)	(24.764)	(24.664)
Gastos Operacionales	(26.355)	(21.926)	83,19%	(28.890)	(29.033)	(29.915)	(29.806)
Impuestos y Contribuciones	(7.000)	(6.646)	94,94%	(7.795)	(8.075)	(8.542)	(8.823)
Total de Egresos	(125.101)	(92.983)	74,33%	(131.360)	(133.949)	(135.666)	(135.905)
Flujo Operacional	14.034	6.964	49,62%	14.227	16.435	17.560	19.739
Campo	(2.221)	(2.184)	98,33%	(7.145)	(9.572)	(8.037)	(1.758)
Fabrica	(3.789)	(3.513)	92,72%	(4.838)	(8.165)	(7.431)	(6.688)
Taller Agrícola	(195)	(204)	104,62%	(705)	(880)	(305)	(75)
Administración	(517)	(189)	36,56%	(2.555)	(3.838)	(3.664)	(2.705)
CINCAE	(740)	(596)	80,54%	(740)	(740)	(740)	(740)
Flujo de Inversiones	(7.462)	(6.686)	89,60%	(15.983)	(23.195)	(20.177)	(11.966)
Amortización Neta	(4.468)	4.119	-92,19%	6.332	11.589	7.990	(2.560)
Cancelac. Intereses	(4.000)	(3.178)	79,45%	(4.271)	(4.793)	(5.348)	(5.196)
Flujo de Financiamiento	(8.468)	941	-11,11%	2.061	6.796	2.642	(7.756)
Flujo Generado	(1.896)	1.219	-64,29%	305	36	25	17

Saldo Inicial Caja	2.359	2.359	100,00%	463	768	804	829
Flujo de Caja Final	463	3.578	772,79%	768	804	829	846

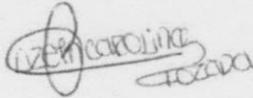
Fuente: Compañía Azucarera Valdez S.A. / Elaboración: Calificadora de Riesgos PACIFIC CREDIT RATING S.A.

La Calificadora PACIFIC CREDIT RATING S.A. expresa que existe la posibilidad que no se alcance el 100% de cumplimiento de la utilidad neta proyectada a finales de este año, sin embargo el emisor presenta capacidad de generar flujos para el pago a inversionistas de la siguiente emisión. Con lo cual PACIFIC CREDIT RATING ha dado cumplimiento a analizar y expresar criterio sobre lo estipulado en los numerales 1.1, 1.2, 1.4 del Artículo 18 del Capítulo III del Subtítulo IV del Título II.

Miembros de Comité:



Econ. Ximena Redín



Ing. Lizeth Lozada



Ing. Gladys Rodríguez

Anexo 9
Ajuste del Balance general proforma con las tasas de inflación
Ingenio Valdez (2012-2018)
expresado en miles de dólares

Activos corrientes	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Caja y Bancos	2,760	3,127	3,665	4,291	5081	5741	6650
Cuentas por cobrar	8,666	9,821	11,510	13,474	15954	18029	20883
Inventarios	58,082	65,820	77,140	90,304	106924	120832	139958
Servicios y otros pagos anticipados	826	936	1,097	1,283	1519	1718	1989
Total de activos corrientes	70,333	79,704	93,412	109,352	129,477	146,320	169,479
Activos no corrientes							
Propiedades, planta y equipo	112,106	127,044	148,893	174,300	206380	233223	270140
Activos Biológicos	9,013	10,214	11,971	14,013	16592	18751	21718
Activo Intangible	139	158	186	217	257	290	336
Activos financieros no corrientes	12,626	14,308	16,769	19,631	23244	26267	30425
Otros activos no corrientes	43,134	42,554	42,989	42,956	42883	43084	43030
Total activos no corrientes	177,019	194,278	220,807	251,117	289,356	321,615	365,650
Total activos	247,352	273,982	314,219	360,469	418,834	467,935	535,129
Pasivos corrientes							
Cuentas y documentos por pagar	16,957	19,216	22,521	26,364	31216	35276	40861
Obligaciones con instituciones financieras	33,611	27,398	32,111	37,590	44508	50297	58259
Provisiones	4,727	5,357	6,278	7,350	8703	9834	11391
Otras obligaciones corrientes	8,655	9,808	11,494	13,456	15933	18005	20855
Otros pasivos corrientes	6	6	7	9	10	12	15
Total pasivos corrientes	63,955	61,785	72,411	84,770	100,370	113,426	131,381
Pasivos no corrientes							
Obligaciones con instituciones financieras	12,618	37,576	40,320	43,222	46869	50061.17	54274
Provisiones por beneficios a empleados	40,545	45,947	53,849	63,039	74641	84349	97700
Pasivo diferido	2,331	2,641	3,096	3,624	4,291	4,849	5,616
Total pasivos no corrientes	55,494	86,164	97,266	109,885	125,800	139,258	157,590
Total pasivos	119,449	147,950	169,677	194,655	226,171	252,684	288,971
Patrimonio							
Capital Social	1,361	1,342	1,356	1,355	1353	1359	1357
Aportes para futuras capitalizaciones	204	201	6,678	15,301	27111	31511	42318
Reservas	44,254	43,659	44,105	44,071	43997	44203	44148
Otros resultados integrales	45,962	45,344	45,808	45,772	45695	45909	45852
Resultados acumulados	24,629	26,457	35,849	46,559	59215	74857	92152
Resultados del ejercicio	11,493	9,029	10,746	12,756	15293	17411	20331
Total patrimonio	127,902	126,032	144,542	165,814	192,663	215,251	246,158
Pasivo + Patrimonio	247,352	273,982	314,219	360,469	418,834	467,935	535,129

Anexo 10
Estado de cambio en la situación financiera
Ingenio Valdez (2013-2015)
(expresado en miles de dólares)

	2013		2014		2015		2016		2017		2018	
	Fuentes	Usos	Fuentes	Usos	Fuentes	Usos	Fuentes	Usos	Fuentes	Usos	Fuentes	Usos
Activos corrientes												
Caja y Bancos		285		406		474		618		440		662
Cuentas por cobrar		897		1,273		1,487		1941		1385		2080
Inventarios		6,008		8,532		9,967		13009		9283		13937
Servicios y otros pagos anticipados		85		121		141		185		133		197
Activos no corrientes												
Propiedades, planta y equipo		11,598		16,467		19,237		25111		17916		26902
Activos Biológicos		932		1,324		1,546		2019		1441		2162
Activo Intangible		15		21		23		31		22		34
Activos financieros no corrientes		1,306		1,855		2,167		2828		2018		3030
Otros activos no corrientes	1,699		1,119		1,554		1521		1448		1649	
Pasivos corrientes												
Cuentas y documentos por pagar	1,754		2,491		2,910		3798		2710		4070	
Obligaciones con instituciones financieras		6,933	3,552		4,148		5415		3864		5802	
Provisiones	489		694		812		1059		755		1135	
Otras obligaciones corrientes	895		1,271		1,486							
Otros pasivos corrientes	0		1		2		1939		1383		2077	
Pasivos no corrientes							1		2		2	
Obligaciones con instituciones financieras	23,970		1,287		1,372		2064		1276		2201	
Provisiones por beneficios a empleados	4,194		5,956		6,958		9081		6479		9729	
Pasivo diferido	241		343		400		522		372		559	
Patrimonio												
Capital Social		54		35		49		48		46		52
Aportes para futuras capitalizaciones		8	6,236		8,081		10894		3194		9238	

Reservas		1,743		1,148		1,594		1560		1486		1692
Otros resultados integrales		1,810		1,192		1,656		1620		1543		1757
Resultados acumulados	1,132		8,096		9,062		10656		12777		13879	
Resultados del ejercicio		2,701	1,329		1,558		2021		1452		2166	
Total Fuentes y Usos	34,374	34,374	32,374	32,374	38,341	38,341	48,970	48,970	35,713	35,713	52,505	52,505