

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE NICARAGUA, MANAGUA

UNAN – MANAGUA

RECINTO UNIVERSITARIA CARLOS FONSECA AMADOR

FACULTAD DE CIENCIAS ECONOMICAS

DEPARTAMENTO DE CONTADURIA PÚBLICA Y FINANZAS



SEMINARIO DE GRADUACION PARA OPTAR AL TITULO DE LICENCIADO(A) EN
CONTADURIA PÚBLICA Y FINANZAS

TEMA GENERAL:

FINANZAS A CORTO PLAZO

SUBTEMA:

VALORACION FINANCIERA A TRAVES DEL METODO FLUJO DESCONTADO A LA
EMPRESA GRUPO BRITT, N.V Y SUBSIDIARIAS PARA EL PERIODO 2013-2014

AUTORES:

Bra. ALONDRA TALIA VELASQUEZ BLANDON

Bra. DENNYSES MARIA OROZCO RAMIREZ

TUTORA:

MSC. SANDRA GUADALUPE CERVANTES SANABRIA

MANAGUA, 1 DE DICIEMBRE DEL 2015



DEDICATORIA

Este trabajo se lo dedico primeramente a mi abuela Thelma García por ser la mujer que dedico años de su vida para criarnos, educarnos y darnos todo lo que necesitábamos conforme íbamos creciendo.

A todas las personas que nunca dejaron de confiar y creer en mí y en mi capacidad, por estar siempre a mi lado aconsejándome y sirviendo de apoyo llamándose mis amigos.

A mi hermana Junniet Orozco que es el mejor ejemplo de dedicación a los estudios para mí.

Dennyses María Orozco Ramírez



DEDICATORIA

A Dios; por darme la fortaleza y energía para llevar a cabo este trabajo, por llenar mi vida de actitud positiva, por darme sabiduría y paciencia de concluir mi carrera y ser una profesional; y por llevarme siempre entre sus brazos en mi caminar.

A mis padres; por darme la educación, por enseñarme con ejemplo lo que significa tener espíritu de superación, por sus sacrificios y esfuerzos para hacer de mi una mujer honrada y de bien; por estar conmigo siempre, por darme su apoyo y consejos.

A los profesores; que con sus esfuerzos y empeño han forjado nuestra educación a lo largo de nuestras vidas, por compartir sus conocimientos; en especial a nuestra tutora Msc. Sandra Cervantes que con su profesionalismo nos condujo con éxito a la culminación de este seminario de graduación.

Alondra Talía Velásquez Blandón.



AGRADECIMIENTO

Quiero agradecer primeramente a Dios por darme la sabiduría y el entendimiento para poder culminar mi trabajo de seminario y mi carrera.

A mis maestros por estar siempre dispuestos a ayudarnos cuando los buscábamos y tenernos paciencia, gracias Profesor Evenor Morales, Profesor Alfredo Bermúdez, Profesora Sandra Cervantes y todos los que día a día nos dan un poco de su sabiduría y por aconsejarnos siempre para formar profesionales de bien.

A mi abuela que ha sido mi madre incondicional y que siempre nos brindó su apoyo para que siguiéramos estudiando mi hermana y yo.

A la Universidad Nacional Autónoma de Nicaragua “Recinto Universitario Carlos Fonseca Amador” (UNAN-RUCFA), por contribuir a la adquisición de conocimientos para la formación profesional.

Dennyses María Orozco Ramírez



AGRADECIMIENTO

A Dios padre; quien me dio la fuerza y coraje para seguir adelante, por ser amigo y compañero en situaciones difíciles, por estar a mi lado para enfrentar y resolver los problemas de la vida.

A mis padres y hermanos; por la confianza que depositaron en mí, por llenar mi vida de amor, alegría y de buenos consejos para ser de mí una buena persona.

A mis profesores; ya que sin ellos no hubiera adquirido los conocimientos necesarios para concluir mi carrera. Al profesor Evenor Morales y al profesor Alfredo Bermúdez por ayudarnos a la realización de este seminario de graduación. A nuestra tutora por compartir su tiempo y conocimientos.

A mis amigos y compañeros de clases; por sus consejos y sugerencias, por compartir conmigo sus conocimientos y experiencias.

Alondra Talía Velásquez Blandón.



CARTA AVAL

Msc. Álvaro Guido Quiroz

Director del Departamento de Contaduría Pública y Finanzas

Su Despacho.

Estimado Maestro Guido:

Remito a usted los ejemplares del Informe Final de Seminario de Graduación titulado con el tema: **Finanzas a corto plazo** y el sub-tema **“Valoración Financiera a través del método Flujo Descontado a la Empresa Grupo BRITT, N.V y Subsidiarias”** presentado por las bachilleras: **Alondra Talía Velásquez Blandon Carnet No. 11-20464-4 y Dennyses María Orozco Ramírez Carnet No. 10-02319-9** para optar al título de licenciadas en Contaduría Pública y Finanzas.

Este Informe Final reúne todos los requisitos metodológicos para el Informe de Seminario de Graduación que especifica la Normativa para las modalidades de Graduación como formas de culminación de estudios, Plan 1999, de la UNAN-Managua.

Solicito a usted fijar fecha de defensa según lo establecido para tales efectos.

Sin más que agregar al respecto, deseándole éxitos en sus funciones, aprovecho la ocasión para reiterar mis muestras de consideración y aprecio.

Msc. Sandra Guadalupe Cervantes Sanabria

Tutora



RESUMEN

Durante mucho tiempo las finanzas fueron consideradas parte de la economía y con el tiempo y las necesidades fueron independizándose y diferenciándose de las demás ciencias agregándole gran valor a las finanzas siendo indispensables para las actividades económicas, bursátiles y monetarias en general.

Existen diferentes formas de ver a las finanzas; sin embargo podemos decir que las finanzas se dedican a analizar cómo se obtienen y gestionan los fondos para poder llevar una buena administración del dinero.

En nuestro trabajo realizamos una valoración financiera a la empresa Grupo Britt, N.V Y Subsidiarias Costa Rica la cual es la primera tienda en aeropuertos de Café y sus derivados con ventas al detalle, mayorista y en línea con el objetivo de obtener el valor razonable de la misma.

Existen diferentes formas de valorar financieramente a la empresa en el presente trabajo las mencionamos y destacamos la importancia de cada una de ella dependiendo del objetivo que persigue la valoración financiera llámese a este fusión, liquidación, venta, etc.

Se realizó la valoración del grupo Britt a través del método de flujos descontados, con el fin de obtener el valor aproximadamente razonable, para todas aquellas personas sean estas externas o internas que necesiten la información.



v. Índice

| | |
|------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| Dedicatoria..... | i |
| Agradecimiento | ii |
| Carta Aval..... | iii |
| Resumen..... | iv |
| I. Introducción..... | 1 |
| II. Justificación | 3 |
| III. Objetivos | 4 |
| 3.1 Objetivo General | 4 |
| 3.2 Objetivos Específicos..... | 4 |
| IV. Desarrollo del sub tema | 5 |
| 4.1 Generalidades De Las Finanzas | 5 |
| 4.1.1 Finanzas..... | 5 |
| 4.2 Razones Financieras..... | 13 |
| 4.3 Valoración Financiera De Una Empresa..... | 20 |
| 4.3.1 Concepto..... | 20 |
| 4.3.2 La valoración. | 23 |
| 4.3.3 Características de la función valorativa. | 24 |
| 4.3.4 Objetivo y razones para la valoración financiera..... | 25 |
| 4.3.5 Principios generales de la valoración de empresas..... | 27 |
| 4.3.6 Importancia de la valoración financiera. | 28 |
| 4.3.7 Precio y valor. | 29 |
| 4.3.8 Factores externos que afectan a la valoración. | 31 |
| 4.3.9 Factores internos que afectan a la valoración..... | 32 |
| 4.3.10 Importancia de la información en la valoración de las empresas. | 34 |
| 4.3.11 Valoración de las empresas ajena a los mercados de valores..... | 34 |
| 4.3.12 Método mixto basado en el fondo de comercio (goodwill)..... | 38 |
| 4.3.13 Métodos basados en la creación de valor. | 38 |
| 4.3.14 Valoración de las empresas en los mercados de valores. | 39 |
| 4.3.15 Valoración de activos. | 40 |
| 4.3.16 Valoración de acciones..... | 42 |
| 4.3.17 Valoración del pasivo exigible..... | 46 |
| 4.4 Valoración De Las Decisiones Financieras | 47 |



| | | |
|-------------|---------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 4.5 | Planteamiento Del Método Basado En El Descuento De Flujos De Fondos..... | 51 |
| 4.5.1 | El capital de trabajo neto operativo. | 51 |
| 4.5.2 | Productividad de capital de trabajo (pkt)..... | 51 |
| 4.5.3 | Palanca de crecimiento (pdc) | 52 |
| 4.5.4 | Modelo de valuación de activos de capital (capm). | 52 |
| 4.5.5 | Flujos de caja libre | 53 |
| 4.5.6 | El cash flow disponible para las acciones..... | 56 |
| 4.5.7 | Capital cash flow. | 57 |
| 4.5.8 | Costo promedio ponderado de capital (cppc). | 57 |
| 4.5.9 | Relación del patrimonio (we)..... | 57 |
| 4.5.10 | Costo de recursos propios (ke). | 58 |
| 4.5.11 | La tasa libre de riesgo. | 58 |
| 4.5.12 | Prima de riesgo país. | 58 |
| 4.5.13 | Beta. | 59 |
| 4.5.14 | Prima riesgo rendimiento. | 59 |
| 4.5.15 | Relación deuda patrimonio. | 59 |
| 4.5.16 | Costo de la deuda | 60 |
| 4.5.17 | Escudo fiscal..... | 60 |
| 4.5.18 | El valor presente de los flujos de caja proyectado | 60 |
| 4.6 | Valoración Bursátil | 62 |
| 4.6.1 | Volatilidad de las acciones..... | 62 |
| 4.7 | Errores En La Valoración De Empresas..... | 63 |
| V. | Caso Práctico | 65 |
| 5.1 | Introducción Al Caso Practico | 65 |
| 5.2 | Perfil De La Empresa..... | 66 |
| 5.2.1 | Historia de la empresa. | 66 |
| 5.2.2 | Misión..... | 68 |
| 5.2.3 | Políticas de calidad..... | 68 |
| 5.2.4 | Objetivos estratégicos. | 68 |
| 5.2.5 | Valores..... | 69 |
| 5.2.6 | Organización..... | 70 |
| VI. | Conclusiones | 89 |
| VII. | Bibliografía | 90 |



VIII. Anexos91



I. Introducción

Este Seminario de graduación busca que a través de la valoración financiera logremos agregar valor a la información contable de una empresa y sirva para tener un mejor entendimiento acerca de los diferentes métodos de valoración financiera y específicamente el del flujo de fondos descontados. Al momento de realizar la determinación y empleo de métodos para valorar la empresa partiremos de la idea que el valor es solamente una posibilidad, mientras que el precio es una realidad. Este informe servirá para enriquecer conocimientos a otros estudiantes de las distintas carreras de ciencias económicas acerca de los métodos existentes, los factores y la importancia que conlleva a valorar una institución.

Se valoró financieramente la empresa GRUPO BRITT, N.V. Y SUBSIDIARIAS a través del método flujo descontados al conocer las generalidades de las finanzas y al identificar la importancia de la valoración financiera y sus diferentes métodos; como resultado se profundizó el método flujos descontados.

En este trabajo se estudió la situación financiera y económica actual de la empresa con el objetivo de pronosticar la situación futura que se prevé obtendrá la empresa.

Se investigó con un enfoque cualitativo debido que la información fue recopilada a través de libros de finanzas específicamente relacionados con valoración financiera, mismos que fueron analizados para lograr entender que es una valoración financiera, el objetivo y la importancia que tiene este método al aplicarlo a una empresa y su utilización frecuente en la empresa. La información de la empresa utilizada en la aplicación del método fue obtenida de la página de la empresa.



Dicho trabajo contara con información de la compañía Grupo Britt, N.V Y Subsidiarias; así como su misión, visión y valores que en ella existen. Los datos utilizados para la elaboración de la valoración se obtuvieron de los estados financieros auditados. Luego de valorar la empresa a través del método flujo descontados, se procedió a realizar el análisis correspondiente para llegar a las conclusiones y así realizar las recomendaciones necesarias para ayudar a la empresa a aumentar su valor y así conservar su prestigio y su marca a un alto nivel en comparación a la competencia en el mercado.

En el primer acápite presentamos una breve introducción de la información presentada en el seminario, en el segundo acápite se presenta la justificación explicando las razones que nos motivaron a realizar la valoración, en el tercer acápite presentamos los objetivos que se pretenden conseguir al realizar el trabajo, en el cuarto acápite se presenta el desarrollo del subtema de la investigación abordando temas relevantes, en el quinto acápite se desarrolla el caso práctico y se realizan las conclusiones del análisis realizado.



II. Justificación

Las finanzas se han convertido cada vez más indispensables e importantes para las empresas sin importar su razón social o actividad económica para lograr saber con certeza el verdadero valor del negocio.

Este Seminario de Graduación, a través de la valoración financiera le agregará valor a la información contable a la Empresa GRUPO BRITT, N.V. Y SUBSDIARIAS la cual le va servir para la toma de decisión y tener un mejor entendimiento de los métodos de valoración financiera. La valoración financiera es importante para las empresas porque determinan el valor razonable de esta y permiten tener parámetros de comparación con los propios objetivos planeados o para analizar su posición competitiva en el mercado y darnos cuenta en qué momento se están realizando actividades que no están cumpliendo con los objetivos y así corregirlos, todo esto lo podemos lograr si se implementan métodos de valoración más adecuados para establecer los precios y el nivel de participación, ya sea en base a sus activos, ingresos o los flujos de cajas proyectados tomando en cuenta la información que los accionistas de la empresa desean conocer.

Los estudiantes y las personas que tengan facilidad a este trabajo logran entender de manera más sencilla como realizar una valoración financiera a una entidad sin importar su actividad económica y conocer cada uno de los métodos de valoración financiera y específicamente el método de descuentos de flujos de fondos.



III. Objetivos

3.1 Objetivo General

- Realizar una valoración financiera a través del método flujos descontados a la empresa GRUPO BRITT, N.V. Y SUBSIDIARIAS para el periodo 2013-2014.

3.2 Objetivos Específicos

- Conocer las generalidades de las finanzas.
- Identificar la importancia de la valoración financiera y los diferentes métodos de valoración.
- Profundizar el método flujo descontado para la valoración de una empresa.
- Efectuar la valoración financiera a través del método flujo descontado a la empresa GRUPO BRITT, N.V. Y SUBSIDIARIAS para el periodo 2013-2014.



IV. Desarrollo Del Sub Tema

4.1 Generalidades De Las Finanzas

4.1.1 Finanzas.

Podemos decir que las finanzas fueron consideradas durante mucho tiempo como parte de la economía, surgieron como un campo de estudios independiente a principios del siglo pasado. En su origen se relacionaron solamente con los documentos, instituciones y aspectos de procedimiento de los mercados de capital. Con el desarrollo de las innovaciones tecnológicas y las nuevas industrias provocaron la necesidad de mayor cantidad de fondos, impulsando el estudio de las finanzas para destacar la liquidez y el financiamiento de las empresas. La atención se centró más bien en el funcionamiento externo que en la administración interna. Hacia fines de la década se intensificó el interés en los valores, en especial las acciones comunes, convirtiendo al banquero inversionista en una figura de especial importancia para el estudio de las finanzas corporativas del período.

Desde los principios de la civilización ha existido un interés en poder llevar un control sobre lo que se posee, poder administrarlo, medirlo, y finalmente hacer que de los mejores rendimientos posibles. Ese es básicamente el origen de las finanzas, el poder hacer rendir aquello que se posee.

En la actualidad las finanzas son un ámbito común, ya sea para controlar el gasto y administrar nuestro fondo para el retiro (finanzas personales), o para administrar los recursos de empresas ya sean pequeñas o grandes (finanzas empresariales), o finalmente el mismo gobierno en busca de optimizar los recursos de la nación (finanzas públicas).



Las finanzas permiten llevar un control de las entradas y salidas de capital y efectivo en la empresa, si se recopila esta información a través del tiempo podemos generar reportes históricos los cuales son de mucho valor para saber si la empresa está creciendo o contrayendo. Esta información es de gran interés para los inversionistas, quienes buscarán empresas con un crecimiento destacable; así como para los bancos, al momento de aprobar un crédito, y para los directivos quienes necesitan saber cómo marcha su empresa.

4.1.1.1 Origen y evolución.

En un principio las finanzas eran una extensión de los estudios de microeconomía y por tanto fue desarrollada inicialmente por economistas. La economía entonces, aporta elementos fundamentales en el estudio financiero. De ella se extraen buena parte de las explicaciones, formulaciones y modelos que explican cómo funciona la empresa y de la actuación de los individuos en el área financiera (Lahoud, 2006, pág. 1).

En el mundo económico y por supuesto el financiero, todos los bienes y servicios se negocian y se convierten en transacciones de la economía real, es decir, de activos que son tangibles y se intercambian por un precio que se paga en el mercado y en términos monetarios es decir dinero.

“En resumen podemos decir que la evolución de las finanzas cuenta de cinco etapas:



Cuadro No 1

| 1ra etapa(1900-1929) | 2da etapa(1929-1945) | 3ra etapa(1945-1975) | 4ta etapa(1975-1990) | 5ta etapa(1990-en adelante) |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none">• Desprendimiento de las finanzas con la economía.• Economía creciente a nivel mundial• Objetivo obtener fondos• Caída de la bolsa en 1929. | <ul style="list-style-type: none">• Crisis por la caída de la bolsa.• Depresión económica, quiebras empresariales.• Alto nivel de desempleo y pobreza.• Las finanzas tratan de preservar el interés de los acreedores y recuperar fondos.• Segunda guerra mundial afectando la economía. | <ul style="list-style-type: none">• Prosperidad económica y mundial.• Surgió la informática y la electrónica.• Desarrolla la comunicación, transporte y comercio.• Aparecen grandes entidades financieras• Las finanzas comienzan a optimizar las inversiones | <ul style="list-style-type: none">• Crisis del petróleo• Función de las finanzas, optimizar la relación riesgo-rentabilidad. | <ul style="list-style-type: none">• Crisis por la globalización.• Finanzas buscan la creación de valor• Funcionamiento nuevos esquemas de inversión. |



4.1.1.2 Objetivo.

“El objetivo de las finanzas por lo general se define como, la maximización de las utilidades. Sin embargo este concepto es a corto plazo y no refleja en su totalidad la misión de la empresa de permanecer en operación y generando utilidades en el largo plazo” (Barajas, 2008, p.132)

Las finanzas también tienen como objetivo rentabilizar la empresa y maximizar las ganancias, desarrollar de manera eficiente la actividad de custodia, control, manejo y desembolso de fondos, valores y documentos negociables que administra la empresa así como realizar la clasificación, distribución de manera eficaz y oportuna del pago de todo el personal que labora en la empresa.

Según lo establece Dr. Luis Haime Levy (s,f), el objetivo de las finanzas públicas es administrar los recursos del estado para satisfacer las necesidades de administración y servicio social del gobierno, sin importar la utilidad monetaria en el manejo de los recursos.

En si el objetivo principal de las finanzas es servir de apoyo y ayuda a todas la personas físicas o jurídicas a realizar un correcto uso de su dinero, apoyándose en herramientas financieras para lograr una correcta optimización de los recursos.



4.1.1.3 Relación de las finanzas con otras ciencias.

Economía y finanzas: El campo de las finanzas se halla estrechamente vinculado con la economía. La operación de toda empresa sucede dentro de la economía de ahí el administrador financiero debe conocer el marco de referencia económica, los niveles cambiantes de la actividad económica, análisis de la oferta y demanda, las estrategias de maximización son principios que rigen la economía resulta necesario para comprender el entorno de la toma de decisiones de la administración financiera.

Administración y finanzas: Maximizar el patrimonio de la empresa a largo plazo. La administración financiera trata de exprimir los recursos financieros lo más que se puede, para obtener el máximo provecho de ellos, es decir, maximizar las utilidades para aumentar el capital de la empresa.

Matemáticas y finanzas: Estas dos disciplinas trabajan con activos financieros o títulos valores e incluyen bonos, acciones y préstamos que forman parte de los elementos fundamentales de las matemáticas financieras. Es una rama de la matemática aplicada que estudia el valor de dinero en el tiempo, al combinar elementos de tasa, capital y el tiempo para conseguir el rendimiento y tomar la decisión más correcta para invertir.

Informática y finanzas: La informática ha generado un sin número de aportes a las ciencias económicas dentro de ellas al área de finanzas. Entre los más resaltante se encuentra la automatización de los modelos de cálculo como el valor actual neto, la tasa interna de retorno

Contabilidad y finanzas: Los aspectos contables y financieros se relacionan y suelen incluso estar superpuestos no resulta fácil diferenciar la administración financiera de la contable, sin embargo existen dos diferencias básicas.



4.1.1.4 *Conceptos generales.*

Finanzas: Son las actividades relacionadas para el intercambio de distintos bienes de capital entre individuos, empresas, o estados y con la incertidumbre y el riesgo que estas actividades conllevan.

Finanzas públicas: constituyen la actividad económica del sector público, con su particular y característica estructura que convive con la economía de mercado, de la cual obtiene los recursos y a la cual le presta un marco de acción. Comprende los bienes, rentas y deudas que forman el activo y el pasivo de la Nación y todos los demás bienes y rentas cuya administración corresponde al Poder Nacional a través de las distintas instituciones creadas por el estado para tal fin.

Finanzas Privadas: son aquellas que están en poder de particulares y constituyen la mayor masa de dinero circulante representado en billetes, moneda metálica, cuentas bancarias y otras cuentas comerciales recíprocas, títulos, debentures, giros, pagarés, y en general todo el numerario y crédito que respalda y nutre las operaciones mercantiles que realiza la comunidad.

Valor económico agregado: Se define como el importe que queda una vez cubiertos todos los gastos y satisfecha la rentabilidad mínima esperada por parte de las empresas.

Generación económica operativa: Es el importe que queda una vez que se han deducido de los ingresos la totalidad de los gastos de operación incluido el costo de oportunidad del capital y los impuestos.

Rendimiento sobre la inversión: Es una razón financiera que compara el beneficio o la utilidad obtenida en relación a la inversión realizada.

Rendimiento sobre la inversión operativa neta: Es la relación entre la utilidad de operación y la inversión operativa neta. Es un indicador del rendimiento asociado a la operación de una empresa.



UAID: Se refiere a las utilidades de las actividades ordinarias antes de interés y después de impuesto. Se excluyen las utilidades extraordinarias y los gastos financieros, sin embargo considera los productos financieros, debido a que se producen por activos de la empresa.

Cuadro No 2

| | Abreviatura | Significado (en ingles) | Significado (en castellano) |
|---------------------------------------------|-------------|----------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------|
| Basado en la capitalización de las empresas | P/E;PER | Price earning ratio | Capitalización / Beneficio |
| | P/CE | Price to cash earnings | Capitalización / Cash Flow Contable |
| | P/S | Price to sales | Capitalización / Ventas |
| | P/LFCF | Price to levered cash flow | Capitalización / Cash Flow para las acciones recurrentes |
| | P/BV | Price to book value | Capitalización / Valor Contable de las acciones |
| | P/AV | Price to asset value | Capitalización / Valor Contable de los activos |
| | P/Customer | Price to costumer | Capitalización / Numero de clientes |
| | P/Units | Price to units | Capitalización / Ventas de unidades físicas |
| | P/Outputs | Price to outputs | Capitalización / Capacidad Producida |
| Basados en el valor de la empresa | EV/EBITDA | Enterprise Value to EBITDA | (Deuda + Capitalización) / EVITAD |
| | EV/S | Enterprise Value to sales | (Deuda + Capitalización) / Ventas |
| | EV/FCF | Enterprise Value to unleveled free cash flow | (Deuda + Capitalización) / Free Cash Flow |
| | EV/BV | Enterprise Value to Book Value | (Deuda + Capitalización) / (Deuda + Valor Contable de las acciones) |
| Relativos al Crecimiento | PEG | Price Earnings (PER) to growth | PER / Crecimiento esperado del BPA |
| | EV/EG | Enterprise Value to EBITDA growth | (Deuda + Capitalización) / EBITDA / Crecimiento del EBITDA |

Fuente: Pereyra Terra, Manuel, Valoración de empresas, (2008).

Capital de trabajo Neto: Constituye el valor de los recursos necesarios para la operación de la compañía que son financiados con deuda y capital propio y se denomina con la sigla KTNO.

Coste de Capital: Es la tasa de rendimiento que debe obtener la empresa sobre sus inversiones, para que su valor en el mercado permanezca inalterado.



Costo de la deuda: tipo de interés al que una empresa contrata su deuda ya sea deuda subordinada, nacional o extranjera.

Costo de oportunidad: es el valor máximo sacrificado alternativo al realizar alguna decisión económica.

4.1.1.5 Importancias de las finanzas.

Según Daniel Lahoud (2006), las finanzas son muy importantes para tomar las decisiones frecuentes que involucran la aplicación de fondos para algún fin ya sea la búsqueda de alternativas para financiarse, invertir, liquidar y adquirir otras empresas o fusionarse.

Al final las finanzas se consideran como un instrumento de planificación, ejecución y control que repercute decididamente en la economía empresarial y pública, extendiendo sus efectos a todas las esferas de la producción y consumos. La economía nacional es movida por la actividad financiera por cuanto esta última da lugar al proceso que acelera el incremento de las inversiones privadas como consecuencia el aumento de la demanda global, imputable exclusivamente a la actividad financiera. La actividad financiera influye sobre el costo de producción de las empresas modificando la eficiencia marginal del capital; elemento determinante del volumen de inversiones privadas, así como también compromete la capacidad productiva; o lo que es lo mismo, sitúa a los individuos y a las empresas en la imposibilidad de producción, o liberarlos, por el contrario de unas incapacidad preexistente. Igualmente la actividad financiera influye sobre el incentivo para invertir o para producir.

Las finanzas son el componente que ayuda en la formación de nuevas empresas y que les permite aprovechar las oportunidades para crecer, emplear mano de obra y a su vez apoyar a otras empresas y al mismo gobierno. El uso estratégico de los instrumentos financieros, como



préstamos e inversiones, es clave para el éxito de cualquier negocio. Son el proceso de crear, mover y utilizar el dinero, permitiendo y facilitando el flujo de dinero a través de una empresa.

4.2 Razones Financieras

“Una razón financiera es el índice que relaciona dos números contables y se obtiene dividiendo una cifra en la otra” (Van Home & Wachowicz, 2002, p. 132).

Podemos decir entonces, que las razones financieras sirven para evaluar la situación y el desempeño financiero de una empresa, los analistas necesitan revisar diferentes aspectos de la salud financiera de la empresa.

Las razones financieras son eficientes herramientas para analizar la situación de una empresa, sin embargo también tienen serias limitaciones. Pueden servir como una pantalla para señalar aquellas áreas de fortaleza o debilidad potencial, así como indicar aquellas en las que se requiere mayor investigación. Sin embargo no son predictivas.

Según Van Home & Wachowicz (2002) afirman que existen comparaciones internas que es donde el analista puede comparar una razón presente con razones pasadas y futuras para la misma empresa. Cuando las razones financieras se distribuyen en un lapso de varios años, los analistas pueden estudiar la composición del cambio y establecer si la situación y el desempeño financiero de la empresa han mejorado o empeorado a lo largo del tiempo.

Las comparaciones externas y fuentes de razones industriales es el segundo método de comparación implica confrontar las razones de una empresa con las de otras compañías parecidas o con promedios industriales en el mismo periodo. Esta comparación permite conocer la situación y el rendimiento financiero relativos de dicha empresa. También sirve para identificar las desviaciones significativas de cualquier promedio o estándar válido.

Las razones financieras son indicadores utilizados en el mundo de las finanzas para medir o cuantificar la realidad económica y financiera de una empresa o unidad evaluada, y su



capacidad para asumir las diferentes obligaciones a que se haga cargo para poder desarrollar su objeto social.

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

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

Las razones financieras se dividen en cuatro categorías (UNAM.MX):

- **Razones de Liquidez:** estas miden la capacidad de la empresa para identificar sus necesidades de efectivo.
- **Razones de Actividad:** Son las que miden la liquidez de los activos.
- **Razones de Apalancamiento:** miden el uso de la deuda por parte de la empresa, comparado con el uso de capital y su capacidad de pagar los intereses y otros gastos fijos.
- **Razones de Utilidad:** Miden el desempeño de toda la empresa y su eficiencia en la administración de los activos, pasivos y el capital.

Razones de Liquidez

- 1) Razón de Circulante.

Se utiliza como una medida de la solvencia a corto plazo, es decir, la capacidad de la empresa para pagar sus deudas a corto plazo.



$$\text{Razon Circulante} = \frac{\text{Activo Circulante}}{\text{Pasivo Circulante}}$$

2) Prueba Acida.

Es una medida de la solvencia a plazo. Es uno de los indicadores de liquidez mas usados como indicador de la capacidad de la empresa para cancelar sus obligaciones corrientes.

La prueba acida excluye los inventarios, por lo que solo se tiene en cuenta la cartera, el efectivo y algunas inversiones.

$$\text{Prueba Acida} = \frac{\text{Activo Circulante} - \text{Inventario}}{\text{Pasivo Circulante}}$$

3) Razón de efectivo.

Mide las inversiones financieras temporales que una empresa puede convertir en efectivo.

Razon que relaciona las inversiones financieras temporales que una empresa puede convertir en efectivo en días inmediatos.

$$\text{Razon de efectivo} = \frac{\text{Efectivo}}{\text{Pasivo Circulante}}$$

4) Razón de Capital de trabajo a activo.

Mide la relación del capital de trabajo, tras haber pagado sus deudas en el corto plazo con sus activos disponibles.

Una razón relativamente baja podría indicar niveles de liquidez relativamente bajos.

$$\text{Razon Capital de Trabajo} = \frac{\text{Capital de trabajo}}{\text{Activos Totales}}$$

5) Intervalo Promedio.

Más que una razón es una medida que me permite medir la rotación de mis activos con respecto a la ventas realizadas.

$$\text{Intervalo Promedio} = \frac{\text{Activo Circulante}}{\text{Promedio del Costo de operacion diario}}$$



Razones de actividad o uso de activo

1) Rotación De Cobro.

Indica cuantas veces, en promedio, se recaudan las cuentas por cobrar, durante el año.

$$\text{Rotacion de cobro} = \frac{\text{Ventas Netas}}{\text{Cuentas por cobrar}}$$

2) Días de recuperación de cobros.

Es el número promedio de días requeridos para convertir las cuentas por cobrar durante el año.

$$\text{Dias de recuperacion de cobro} = \frac{365}{\text{Rotacion de cobro}}$$

3) Rotación de los inventarios.

Proporciona información con relación a la eficiencia de la empresa en la administración y ventas de sus inventarios. Generalmente una alta rotación de los inventarios es muestra de un manejo eficiente de los mismos, pero también puede indicar que se tiene un nivel de inventario inferior al deseable, que se están realizando pedidos pequeños, un decrecimiento en los precios, déficit de materiales, o bien que las ventas están siendo superiores a lo planeado.

$$\text{Rotacion de Inventario} = \frac{\text{Costo de Venta}}{\text{Inventario}}$$

4) Días en inventario.

Días que demora la inversión en inventarios hasta convertirse en efectivo y permitir el número de veces que esta inversión va al mercado y cuantas veces se repone.

$$\text{Dias en Inventario} = \frac{365}{\text{Rotacion de Cobro}}$$

5) Rotación de capital de trabajo.

Al saber que el capital de trabajo es lo que queda después de pagar sus deudas inmediatas; podemos decir que la rotación de capital de trabajo es el movimiento que el dinero disponible tiene respecto a las ventas.



$$\text{Rotacion de Capital de Trabajo} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Capital de Trabajo}}$$

- 6) Rotación de los activos fijos y rotación de activos totales.

Se utilizan para medir la efectividad de la administración para generar ventas a partir de las inversiones en los activos. Cuando la rotación de los activos es alta, generalmente se debe a que la inversión requerida para generar ventas es pequeña, y por lo tanto la empresa es más rentable. Cuando estas razones son relativamente pequeñas, significa que la inversión en activos está siendo demasiado grande, o bien que las ventas son demasiado lentas.

$$\text{Rotacion de activos fijos} = \frac{\text{Ventas netas}}{\text{Activos Fijos}}$$

$$\text{Rotacion Activos totales} = \frac{\text{Ventas netas}}{\text{Activos Totales}}$$

Razones de apalancamiento financiero

- 1) Razón de deuda total.

Mide la proporción de los activos que están financiados por terceros. Recordemos que los activos de una empresa son financiados o bien por los socios o bien por terceros.

$$\text{Razon de Deuda Total} = \frac{\text{Pasivos Totales}}{\text{Activos Totales}}$$

- 2) Razón de deuda a largo plazo.

Mide la relación o proporción que hay entre los activos financiados por los socios y los Financiados por terceros.

$$\text{Razon deuda a largo plazo} = \frac{\text{Pasivos a largo plazo}}{(\text{Deuda a largo plazo} + \text{Capital contable})}$$

- 3) Razón de deuda total a capital contable:

Es lo que la deuda total representa con respecto a la inversión total de los propietarios.

$$\text{Razon de deuda total a capital contable} = \frac{\text{Pasivos totales}}{\text{Capital contable}}$$



Las tres razones financieras mencionadas se utilizan para medir el grado de financiamiento de la empresa a través de la deuda.

- 4) Factor de multiplicador de capital.

Es lo que el activo total representa con respecto a la inversión total de los propietarios.

$$\text{Factor de multiplicador de capital} = \frac{\text{Activos totales}}{\text{Capital contable}}$$

- 5) Razón sobre el interés devengado.

Para que una empresa se beneficie con el apalancamiento financiero, los pagos de interés fijo que acompañan a la deuda deben ser más que cubiertos con las utilidades operativas.

$$\text{Razon sobre el interes devengado} = \frac{\text{Utilidad operativa(EBIT)}}{\text{Intereses}}$$

- 6) Razón de cobertura de efectivo.

Es una medida de las capacidades de la empresa para pagar sus obligaciones.

$$\text{Razon de cobertura de efectivos} = \frac{(\text{EBIT} + \text{Depreciaciones})}{\text{Interes}}$$

- 7) Estructura de Capital.

Total de la deuda a capital contable de los propietarios, deuda a largo plazo a capitalización global y veces que el interés ha sido devengado o cobertura de interés.

$$\text{Estructura de Capital} = \frac{\text{Deuda a largo plazo}}{\text{Capital contable}}$$

Razones de utilidad o Rentabilidad

- 1) Margen de Utilidad.

Es una medida de la capacidad de la empresa para convertir las ventas en utilidades.

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



2) Rendimiento en activos.

Es una medida de la eficiencia total de la empresa en la administración de las inversiones totales en activos.

$$\text{Rendimientos en activos (ROA)} = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Activos totales}}$$

3) Rendimiento en Capital Contable.

Es una medida de la eficiencia de la empresa en la administración de las inversiones totales para generar utilidades para los accionistas.

$$\text{Rendimiento en Capital Contable (ROE)} = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Capital Contable}}$$

Otras razones financieras de interés son aquellas relacionadas con el valor de mercado de las acciones. Estas Razones son:

Razón precio/ utilidad.

Precio que los inversionistas están dispuestos a pagar por una acción calculado como el número de veces de la utilidad neta.

$$P/E = \frac{\text{Precio por accion}}{\text{Utilidad por accion}}$$

Ratio valor de mercado/ valor en libros

Asume que el valor aproximado de la empresa viene dado por su valor de mercado, por lo que la diferencia entre el este valor de mercado de las acciones de la empresa y el valor que arroja el balance de la compañía, proporciona una medida aproximada del capital intelectual que forma parte del valor total, pero que no aparece en los estados contables.

$$M/B = \frac{\text{Valor de mercado por accion}}{\text{Valor en libros de cada accion}}$$



4.2.1 Tipos de razones financieras

Podemos resumir que los tipos de razones financieras según sus afectaciones son:

Razones de balance: Se les conoce así porque tanto el numerador como el denominador de cada razón se derivan directamente del balance general.

Razones del estado de resultado o del estado de resultado/ balance general: En las razones de estado de resultado se compara un elemento de flujo del estado de resultado con otro elemento de flujo de dicho estado. En las razones del estado de resultado/ balance general se compara un elemento (estado de resultado) de flujo en el numerador con un elemento (balance general) de las acciones en el denominador.

4.3 Valoración Financiera De Una Empresa

4.3.1 Concepto.

“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: 'que se está haciendo, Porque se está haciendo la valoración de determinada manera y para qué y para quien se está haciendo la valoración” (Fernández, 2008)

Por tanto podemos decir que una valoración es una estimación del valor que nunca llevara a determinar una cifra exacta y única, sino que esta dependerá de la situación de la empresa, del momento de la transacción y del método utilizado.

“La valoración de la empresa es un proceso muy complejo en el que se deben de poner de manifiesto un conjunto de cualidades que van a hacerla atractiva o a reportar utilidad a la sociedad en la que está inmersa. El código



fiscal americano define el valor real de mercado como el precio al que la propiedad cambiaria de manos entre un comprador y un vendedor no estando ninguno de los dos obligado a vender o comprar y teniendo ambos un conocimiento razonable de los hechos pertinentes. En Francia, sin embargo, es el precio más probable que un adquirente sensato pagaría por la empresa, habida cuenta de todas las informaciones que puedan recogerse sobre el objeto de la negociación. Son definiciones ideales que vuelven a llevar la idea de que el concepto de valor es un abstracto. Afortunadamente, en la actualidad, el análisis estratégico de sectores y el entendimiento de las posiciones competitivas de las compañías llevan a una determinación realista de los flujos de dinero o caja que una empresa puede proporcionar en el futuro. Lleva en esencia a una valoración objetiva que refleja la auténtica utilidad de una empresa”.

En el proceso de la valoración financiera de empresas se pueden utilizar muchos métodos, dependiendo del sujeto que valora y la finalidad con que lo hace. Se deben de buscar las fuentes de información más objetivas posibles acerca del negocio, a fin de comparar cada sujeto el valor que la empresa pueda tener para cada sujeto decisor con un eventual precio de mercado, ya sea organizado o negociado entre las partes.

Es decir entonces, que las empresas actualmente pueden realizar valoración de empresas desde la contabilidad o desde la economía financiera, o desde ambas conjuntamente que sería lo más ideal.

La contabilidad valora toda la información que presenta. La contabilidad empresarial elabora informes sobre las empresas, donde se muestra el valor de su patrimonio y de la renta generada, lo que ha dado lugar a varios métodos de valoración, unos a partir del patrimonio y otros combinando patrimonio y renta.



“La economía financiera valora “todo lo que toca”; valora proyectos de la empresa, se ve en la necesidad de valorar el conjunto de la empresa y la gestión realizada.

La teoría existente ha relacionado siempre el valor de la empresa con cuatro temas fundamentales: Los objetivos de la empresa, la estructura financiera, la política de dividendos y el tamaño” según lo afirma Galindo.

4.3.1.1 El valor en contabilidad.

Uno de los postulados e hipótesis de la partida doble afirman que cualquier transacción tiene que ser medido y valorado para poder representarla contablemente. Medir entonces no es más que aplicar una unidad natural de cuenta al objeto o cosa medida y valorar es aplicar un coeficiente de conversión de esa unidad natural a la unidad monetaria, ósea un precio.

El valor es objetivo en contabilidad esto sucede cuando ha sido contrastado con el mercado así la mayoría de los estados financieros se elaboran respetando el principio de coste histórico o precio de adquisición en dos sentidos: son valores pasados y son valores de cada elemento tomado individualmente, sin relación alguna con el papel que ese elemento desempeña en la empresa de la que ahora forma parte.

4.3.1.2 El valor en la economía financiera.

En un principio la valoración financiera de la empresa coincidía con la valoración contable, pero a medida de que ambas disciplinas se distancian, lo hacen también sus técnicas de análisis.

La gestión financiera se empieza a preocupar por el valor de la empresa porque resulta necesario conocer si las decisiones empresariales contribuyen al cumplimiento de objetivos de tal manera que se estudian las decisiones financieras en términos del incremento de valor.



Las bases para la valoración financiera son: la identificación de un capital financiero, y la aplicación de leyes financieras que permitan comparar capitales, ya sea por capitalización o descuento (Métodos de Valoración Financiera).

“El punto de partida para la formación de una teoría financiera de la valoración de empresa fue el principio de que un patrimonio adquiere valor cuando es susceptible de generar renta, y si, el valor de una empresa proviene de su capacidad para generar dinero a sus propietarios, el método más apropiado para valorar esa empresa es descontar los flujos de fondos futuros esperados (aplicando la valoración financiera). Por otro lado el mercado financiero se constituye en marco de valoración externo. (Palenzuela, 1987, p.49).

4.3.2 La valoración.

La valoración es un proceso por el cuál se trata de asignar valor a las cosas, esto es, se tratará de determinar el grado de utilidad que reportará a sus usuarios o propietarios. Por tanto, la valoración de una empresa es el proceso para determinar su valor para los usuarios o propietarios.

La valoración de empresas no es un proceso para determinar el precio de éstas, ni tampoco su coste. El precio lo fijará finalmente una transacción, si existe un comprador y un vendedor que se ponen de acuerdo en el importe de la misma. El coste, quedaría recogido en los valores contables.

Condiciones de orden interno o condiciones de orden externo, suelen ser la clasificación más utilizada, para ordenar las razones que inducen a una empresa a valorar su patrimonio.



El objetivo de un análisis interno puede ser el querer actualizar los valores contables históricos, para contar con valores más precisos de los activos propiedad de los socios ante la necesidad de proceder a recomposiciones participativas, situaciones de sucesión, etc.

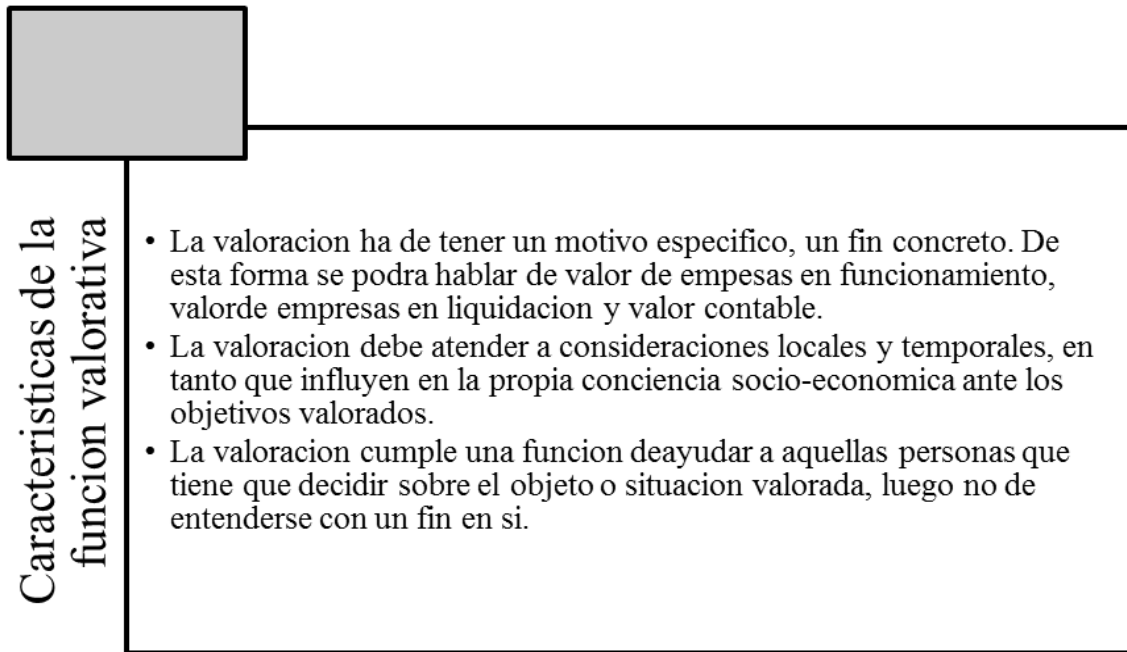
Las valoraciones de orden externo suelen darse cuando es necesario demostrar el valor de la empresa ante terceras personas, usualmente interesados en comprar, total o parcialmente la empresa, o en inyectarle recursos financieros.

4.3.3 Características de la función valorativa.

La asociación Española de Contabilidad y Administración de empresas establece una serie de características de la función valorativa:



Cuadro No 3



4.3.4 Objetivo y razones para la valoración financiera.

Pueden existir objetivos internos, es decir que la valoración financiera esté dirigida a los gestores de la empresa y se pretende conocer la situación del patrimonio, verificar la gestión llevada a cabo por los directivos, establecer las políticas de dividendos, estudiar la capacidad de deuda, reestructuración de capital y herencia o sucesión si sea el caso.

Los objetivos externos surgen de la necesidad de comprobar y demostrar el valor de la empresa ante terceros, con el propósito de vender la empresa, o parte de ella, para realizar operaciones de inversión ya sea fusiones o adquisiciones.

“El tema de la valuación surge a partir de la consideración de que los informes financieros tradicionales muestran en forma limitada el valor de la empresa porque el capital contable solo refleja información pasada” (Adam, 2005, p. 12).

Una de las razones por las que se tiene que valorar financieramente con los métodos de valoración financiera es porque permiten medir la generación de valor como el Valor Económico



Agregado (EVA); La generación económica operativa (GEO); El rendimiento sobre la inversión (RSI); Rendimiento sobre la inversión operativa neta (RION); La utilidad antes de impuestos, intereses, depreciaciones y amortizaciones (UAIIDA); y el rendimiento bursátil si es el caso.

Podemos afirmar entonces que una valoración financiera profesional cuida de que el empresario cree valor en todo momento y previene de potenciales pérdidas.

Según lo explica Galindo y lo afirmamos nosotros en nuestro estudio la empresa puede tener entre sus objetivos mantener o conseguir un determinado bien o valor entre los objetivos está el teórico que es el objetivo que tiene la empresa de producir un bien o prestar un servicio; el objetivo clásico es la maximización del beneficio todas las actividades giran en torno a la maximización de las utilidades, el objetivo financiero que es la maximización del valor “precio” en el mercado del capital propio, este valor es reflejo de las estimaciones sobre los beneficios a largo plazo realizados por los agentes de los mercados financieros y que, por tanto se relaciona con el objetivo clásico de la maximización de beneficios.

Las empresas que cotizan en mercados oficiales muy pocas veces tratan de maximizar el patrimonio de sus accionistas sino más bien mantener estables las cotizaciones, a fin de hacer más atractivos sus títulos, en términos de liquidez y seguridad, y permitir a cambio reportar a los inversores una rentabilidad moderada.

También si seguimos con los estudios encontrados se puede decir que existen tres tipos de situaciones que suelen desembocar en una valoración de empresas.

Separación de socios en empresas no cotizadas, con la correspondiente compraventa de acciones: Este suele darse con frecuencia en empresas familiares a partir de la segunda o tercera generación. Son típicos de estos casos los conflictos de intereses. En estos casos las valoraciones a efectos de transacciones entre socios suelen tener connotaciones de “justicia o equidad”, y no siempre de fácil solución, y en muchos casos conducen a laudos arbitrales.



Ampliación en una empresa no cotizada, con entrada de nuevos socios: el propio significado de la valoración depende en general de las razones por las que se da entrada a nuevos socios en una empresa en marcha. Un caso típico lo constituyen empresas con un fuerte crecimiento esperado, con necesidades de financiación que desbordan las capacidades del grupo fundador, en estos casos donde la iniciativa parte del grupo fundador, no es infrecuente que el precio de las acciones se fije más o menos arbitrariamente en un valor que no se intenta justificar numéricamente ni por el patrimonio real, ni por la rentabilidad obtenida hasta el momento, sino se basa fundamentalmente en las expectativas de futuro del propio negocio.

Fusiones, adquisiciones o situaciones similares, tales como la constitución de un holding de grupos, etc...

4.3.5 Principios generales de la valoración de empresas.

Entonces sintetizamos los principios básicos para valorar financieramente una empresa

- No existe una cifra única que refleje el valor de la empresa, depende de para qué y para quién, debido a que en general será instrumento de negociación para una transacción. El procedimiento de valoración dependerá de lo que se persiga con esa valoración.
- El principio general más comúnmente aceptado en el tema de valoraciones es que, quién valora para comprar, paga por lo que espera recibir a cambio. Esto conduce al procedimiento de valoración basado en el VAN de flujos que se espera recibir en el futuro. Dado que los flujos de fondos pueden ser muy distintos dependiendo de quién los debe generar, las valoraciones por este método pueden dar también resultados muy distintos según quien los haga y para que los haga. Por la dificultad que con frecuencia entraña el cálculo de un flujo de fondos completo, en muchas ocasiones se buscan valores de referencia basados en el patrimonio neto de la empresa, (criterio patrimonial).



- Si se desea llegar al valor final, combinando dicho criterio patrimonial con una evaluación basada en flujos de fondos futuros (criterio de rentabilidad) lo mejor es aplicar métodos de combinación de ambos valores (métodos mixtos) en forma simple y con sentido común, del tipo de promedios.
- En el pasado se han propuesto una variedad de métodos, que combinan el criterio patrimonial con el criterio de rentabilidad, a través del cálculo de un fondo de comercio a añadir el valor del patrimonio neto material. Dicho fondo de comercio se suele calcular como el valor actual de los beneficios extras (superiores a los que representaría una rentabilidad normal), que se puede esperar en el futuro. Estos métodos nos pueden llevar a errores de consideración.

4.3.6 Importancia de la valoración financiera.

Una vez que a través de la valoración financiera determinamos lo que nos interesa saber se podrá brindar tanto a ejecutivos como a empresarios elementos suficientes para que al aplicar medir la capacidad de generar valor.

Que se está haciendo, porque se está haciendo, para qué y para quien se está haciendo son preguntas básicas que no podemos dejar a un lado a la hora de realizar una valoración financiera; ya que estas preguntas básicas son las que nos ayudaran a entender los resultados obtenidos en la aplicación de los métodos y en base a estos resultados se tomaran las decisiones que mejor convengan, y de no contestar adecuadamente estas preguntas nos llevaran a un error de la situación real de la empresa y sus decisiones a tomar.

En todo proceso de valoración, se han de buscar las fuentes de información más objetivas posibles acerca de la entidad, a fin de comparar el valor que la empresa pueda tener para cada decisión con un precio de mercado ya sea organizado o negociado.

Según lo establece Alfredo, Galindo no es en la búsqueda y tratamiento de la información donde entra en juego la situación o interés de cada interesado llámese este comprador o



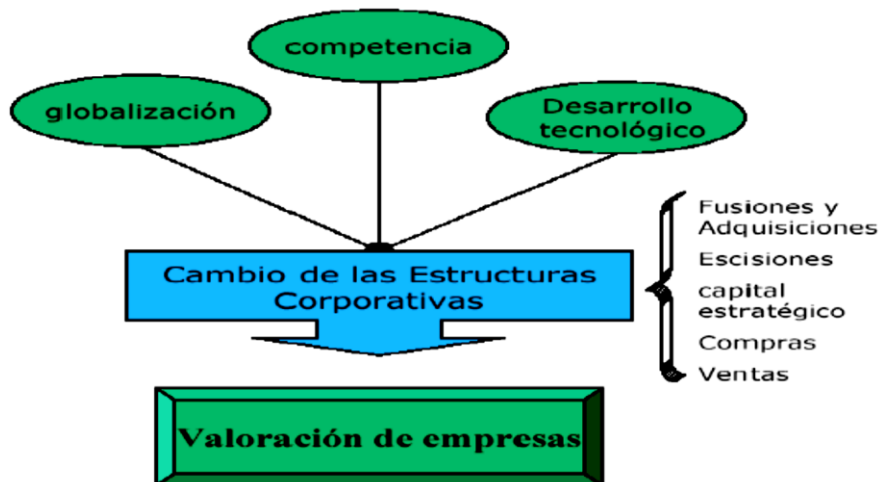
vendedor, sino en la formulación de métodos valorativos, donde se utilizaran las cantidades objetivamente obtenidas.

Entonces antes de aplicar cualquier método de valoración hará falta cuantificar circunstancias referentes a la empresa, unas más cuantitativas que otras.

La planeación estratégica se toma para decidir qué productos, líneas de negocio, países y clientes mantener, potenciar o abandonar.

Para medir el impacto de las posibles políticas y estrategias de la empresa en la creación y destrucción de valor.

Cuadro No 4



Fuente: Estudio aplicado de técnicas de valoración de empresas.

4.3.7 Precio y valor.

“En general una empresa tiene distinto valor para diferentes compradores y vendedores. 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...” (Fernández, 2008, p.4).



La distinción de estos conceptos es muy importante, aunque la confusión entre ambos se debe a la estrecha relación que existe.

“El valor, a grandes rasgos, es una idea que se tiene acerca del precio que se puede pedir u ofrecer por algo y, a la inversa, el precio es el producto de una relación de fuerzas entre dos o más estimaciones del valor de una cosa”
(Galindo, s.f., p.13).

El valor es la consecuencia de una apreciación unilateral, el precio es el resultado de la interacción entre dos partes.

Según Galindo el precio depende de muchos factores y agentes y, por este motivo suele fluctuar. El valor, en cambio, suele ser una función más bien estable pues dependen de un cálculo inicial y a veces de otras circunstancias previsibles y prolongadas.

Entonces decimos que el valor es una apreciación subjetiva. El precio es objetivo y comprobable y viene dado por la cantidad de dinero por la que se han efectuado las transacciones.

Afirmando lo que los economistas clásicos consideran decimos que el valor está formado, al menos en parte, por los costes de producción de los bienes. Los subjetivistas entienden que el precio surge como resultado de las transacciones y se forman en el mercado por interacción entre oferta y demanda.

Decimos entonces que el precio final de las transacciones ha de depender de la situación coyuntural en que se encuentra la empresa así como también de la información disponible para las partes y del tipo de operación de que se trate; es decir dependen de la combinación de elementos y circunstancias que caracterizan la situación. También repercutirá en el precio e



incluso en la realización de la operación el importe de los costes de transacción y las características de las regulaciones en el aspecto fiscal.

4.3.8 Factores externos que afectan a la valoración.

En el proceso de valoración de una empresa se han de contemplar todo un conjunto de factores externos que se irán incorporando al mismo a la vez que el valorador va adquiriendo un mayor conocimiento de la compañía y formando un conjunto de expectativas de cara al futuro.

Los elementos que se deben analizar son:

- Evolución prevista de la economía del país al que pertenece la empresa a valorar

Se hace necesario conocer en primer lugar cual es la dependencia de la empresa o del sector en el que opera la empresa tiene con respecto a la economía del país.

- Evolución prevista de sector(a nivel nacional e internacional)

No se trata de conocer el grado de rivalidad sino de saber en qué etapa de su existencia estructural se encuentra. Sera de gran utilidad hacer realizar análisis históricos de ventas, importaciones, exportaciones, inversiones y producción del sector.

Un análisis en este nivel debe permitir elaborar una predicción preliminar sobre hacia donde se prevé que se dirige un sector. Es necesario comparar a la compañía con el mismo, de forma que podamos saber si va por encima del ritmo del mercado, por debajo o en la media. En cualquier caso conocer este punto permitirá de alguna forma saber si la compañía tiene una posición dominante o débil en su sector.

- Evolución de aquellas economías con las que la empresa y el país al que pertenece mantienen una relación estrecha.



Una economía nacional no actúa sola. Como consecuencia de los acuerdos económicos, la apertura de los mercados y la internacionalización general no solo de la economía sino incluso de la política.

El valorador deberá realizar un análisis de la proyección de los países que conforman el ámbito de las relaciones económicas de la nación en la que actuó la empresa valorada. Esta proyección se basará en el análisis de las tendencias de sus macro-magnitudes económicas y sociales y de su futura situación política.

4.3.9 Factores internos que afectan a la valoración.

La exposición más exhaustiva de factores internos a tener en cuenta en un proceso de valoración la encontramos en la Revenue Ruling, p.p.59-60 de la legislación norteamericana. En ella se consideran ocho factores:

- Historia de la compañía y naturaleza de su negocio

Deben ser estudiadas la estabilidad de su historia financiera, el grado de crecimiento o decrecimiento financiero, el nivel de diversidad en las operaciones, y los cambios significantes en el volumen de negocio o en la tendencia de las operaciones.

- Entorno en el que opera el negocio

Debe analizarse el sector industrial pero no ya dentro de una perspectiva estructural o de análisis tendencial y predictivo, sino con el fin de conocer el grado de rivalidad existente, el grado de fragmentación en la industria, el grado de facilidad de entrada al sector, el nivel de intensidad de capital o trabajo, la capacidad de la compañía para soportar cambios en los niveles de precios, su capacidad en el control de costos y su vulnerabilidad a la regulación y el control legal.

- Valor en libros de la compañía y condición financiera del negocio



- Capacidad de la compañía para obtener ganancias
- Capacidad de pago de dividendos
- Existencia de Good-will(fondo de comercio) y otro valor intangible
- Venta de acciones
- Comparación con el valor de las acciones de empresas similares

Factores de naturaleza comercial.

- Lugar que ocupa la empresa en el mercado
- Características y antigüedad de los productos de la empresa que permite una aproximación a la capacidad de innovación y creatividad de la empresa
- Previsión de las ventas futuras
- Análisis de los clientes y de las políticas comerciales que la empresa ha desarrollado hacia los mismos
- Grado de protección y vulnerabilidad de la empresa frente a su competencia nacional e internacional
- Posibilidades de expansión

Factores de naturaleza técnica

Es necesario evaluar con precisión los recursos de la empresa. Así mismo deben realizarse simulaciones de cuál puede ser la capacidad máxima si se procede a una desintegración.

Debe analizarse también la experiencia acumulada y el nivel tecnológico y calidad de los equipamientos de la empresa.

Factores de orden humano

Valorar el factor de calidad de los recursos humanos o capacidad de gestión de sus principales ejecutivos.



Factores de índole jurídico, administrativo y fiscal

- Analizar el organigrama de la empresa y la coherencia del mismo
- Sistemas informáticos de la empresa
- Examen de los estatutos de la sociedad sobre leasing, pólizas de seguro, préstamos etc.
- Situación Fiscal

4.3.10 Importancia de la información en la valoración de las empresas.

En el proceso de valoración financiera de empresas se pueden utilizar muchos métodos, dependiendo del sujeto que valora y la finalidad con la que lo hace.

Se deben de buscar las fuentes de información más objetivas posibles acerca del negocio, a fin de comparar el valor que la empresa pueda tener para cada sujeto decisor con un eventual precio de mercado.

“Antes de aplicar cualquier método de valoración hará falta cuantificar una serie de circunstancias referentes a la empresa, unas más cuantitativas que otras y muchas de ellas, además, en forma de previsión” (Galindo, s.f., p.16).

4.3.11 Valoración de las empresas ajena a los mercados de valores.

Para una valoración realizada a partir del análisis interno de la empresa existen el método patrimonial y el método de renta.

4.3.11.1 *Método patrimonial o de balance.*

“Estos métodos tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación del valor de su patrimonio. Se trata de métodos tradicionales que consideran que el valor de una empresa radica fundamentalmente en su balance o en sus activos. Proporcionan el valor desde una perspectiva estática que, por tanto, no tiene en cuenta la posible evolución futura de la empresa,



el valor temporal del dinero ni otros factores que también le afectan como pueden ser: la situación del sector, problemas de recursos humanos, de organización, contratos, etc., que no se ven reflejados en los estados contables” (Fernández, 2008, p.3)

Este método se fija en lo que la empresa tiene y se realiza un estudio analítico del patrimonio para llegar al valor global sumando el valor de cada una de las partes.

4.3.11.1.1 Valor contable.

Es el más sencillo pues su cálculo se limita, tomando como referencia el último Balance, a restar del Activo todos aquellos pasivos exigibles. El resultado es el Patrimonio Neto.

Según establece Fernández (2008) el método de valor contable es el valor de los recursos propios que figuran en el balance (Capital y reservas). Esta cantidad se puede decir que es también la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible.

4.3.11.1.2 Valor contable ajustado.

Es el valor contable o patrimonial con todos aquellos ajustes necesarios para actualizar a valor de mercado todas las partidas de Balance que reflejan valores históricos o a coste de adquisición o para recoger hechos que no están contabilizados.

4.3.11.1.3 Valor de liquidación.

Es el resultante de vender todos los activos y cancelar todas las deudas, además de considerar todos los gastos que concurren en un proceso de liquidación.



4.3.11.1.4 *Valor sustancial.*

Es la inversión en Activo total (inmovilizado y circulante) que habría que hacer, para dar lugar a una empresa igual y en las mismas condiciones a las que se quiere valorar, menos el pasivo exigible. Coincide con el valor patrimonial corregido.

4.3.11.2 *Métodos de renta.*

Atienden a lo que la entidad es capaz de generar K durante su vida posterior. Para estos métodos, la empresa es un flujo de valores.

Pues bien, la valoración financiera se realiza utilizando métodos de renta es decir, descuenta flujos de caja o flujos de tesorería estimados. El valor va a estar en función de las expectativas de flujos futuros, la tasa de actualización de mercado y el horizonte temporal considerado.

Entre los métodos de descuento de renta más conocidos se encuentran: el valor actual de los dividendos, el valor actual de los flujos de caja libres, el valor actual ajustado o el valor ajustado financiero y económico.

Estos métodos también son basados en la rentabilidad; es por eso que se les conoce como métodos basados en la rentabilidad.

4.3.11.2.1 *Métodos basados en los descuentos de flujos.*

Se definen como el método teóricamente correcto, ya que basándose en la metodología financiera del análisis de inversiones, que permite actualizar a valor de hoy cualquier cantidad monetaria del futuro, define el valor de la empresa para sus inversores proveedores de fondos (capital y deuda) como la cantidad monetaria actual de todos los flujos netos que se produjeran cada año.



En la valoración basada en el descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. Según el tipo de cash-flow, se tienen los siguientes métodos:

- Cálculo del valor de las acciones a partir del cash-flow disponible para los accionistas.
- Cálculo del valor de la empresa a través del free cash-flow.
- Cálculo del valor de la empresa a partir del capital cash-flow.

Determina el valor de una empresa por medio de flujos de efectivo (cash flow) futuros, los cuales se descuentan a una tasa apropiada según el riesgo de dichos flujos. Los aspectos esenciales en la aplicación de este método es la proyección cuidadosa de las partidas que influyen en la generación de efectivo, y la identificación de la tasa de descuento aplicada.

Se deben considerar aspectos internos como externos.

La aplicación de este método se hace en base al método de descuento de flujos de caja, flujo de caja libre, dividendos y Capital Cash Flow.

4.3.11.2.2 *Métodos basados en comparación entre ratios del mercado de valores.*

Los ratios bursátiles son los instrumentos que se utilizan para la valoración de empresas cotizadas.

Algunos de estos indicadores son:

Valor de los beneficios. PER:

Rentabilidad por dividendo.

Múltiplo de ventas

Valor de la empresa / beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT).



Valor de la empresa / Beneficio antes de amortización, intereses e impuestos (BAAIT).

Valor de la empresa / cash flow operativo.

Valor de las acciones / Valor contable

Otros métodos son:

4.3.12 Método mixto basado en el fondo de comercio (goodwill).

El fundamento de estos métodos es la percepción de valor del “buen nombre de la empresa en el mercado” lo cual representa una ventaja competitiva para algunas empresas, más allá del valor de activos contables. El inconveniente radica en la dificultad de valorar ese “buen nombre”, ya que se trata de un intangible para el que no existe una metodología unánime.

Según establece Morales (2004), en la economía de la empresa y en la contabilidad se entiende por fondo de comercio o goodwill al valor actual de los superbeneficios que produce una empresa.

Tomado de Slide Share “Este método trata de representar el valor de los intangibles de la empresa. Realiza por un lado una valoración estática de los activos de la sociedad y, por otro lado trata de cuantificar el valor que generara la empresa en el futuro.”

4.3.13 Métodos basados en la creación de valor.

Estos métodos buscan subsanar las falencias de los métodos de descuentos de flujos, pues estos métodos centran toda su atención en la generación de flujos de efectivos en un periodo dado, sin tener en cuenta la generación o destrucción de valor en dicho periodo.

- EVA
- Beneficio económico



- Cash value added

4.3.14 Valoración de las empresas en los mercados de valores.

La valoración que el mercado realiza a partir del análisis externo de la capacidad generadora de renta se pone de manifiesto en la cotización de las acciones de la empresa (Palenzuela, 1987, p.50).

Cuando se trata de estimar la evolución futura de las cotizaciones y, por tanto, del valor de la empresa, existen varios métodos, ya que se han formulado diversas teorías sobre el comportamiento en el mercado de la rentabilidad de los títulos.

4.3.14.1 *Análisis fundamental.*

Se realiza mediante el estudio de la situación y actividad de la empresa en el pasado, el estudio de los estados financieros pasados y la elaboración de los estados financieros previsionales.

Este análisis fundamental tiene el método de evaluación cuantitativa que a su vez se divide en métodos de valor intrínseco o modelos de equilibrio que es el método en donde el valor de la acción se determina a partir de la corriente de dividendos esperados y del rendimiento exigido estos modelos para el cálculo pueden ser el modelo de Gordon y Shapiro, el modelo de Holt, así como el modelo de equilibrio de los activos financieros (CAPM).

Y el modelo de comportamiento que se basa en la preferencia de inversión en una determinada acción respecto a otra y busca la combinación de variables explicativas del PER (Price Earning Ratio).



4.3.14.2 Análisis técnico.

Este método estudia el comportamiento pasado del mercado bursátil a través de las cotizaciones y los volúmenes de contratación para inferir en el comportamiento futuro más probable.

El instrumento más utilizado en el análisis técnico de los mercados de valores son los gráficos.

Es por ello que las decisiones financieras deben ir precedidas de un análisis cuantitativo detallado de las alternativas que se presenta, con la valoración financiera de cada uno de ellas, para que el decisor pueda disponer de los elementos en los que basar su elección, tal como lo señala Pablo López (1998, p.XV).

Para que la gestión de valor sea efectiva es necesario, por un lado, identificar y tener en cuenta los generadores de valor para el negocio y, por otro, lado detectar la evolución del valor de la empresa y comunicarlo a los que intervienen en el mercado financiero.

Para entender mejor estos métodos sintetizaremos según su objetivo como se aplican a la estructura del balance general, según lo aplica Galindo.

4.3.15 Valoración de activos.

El capital intangible es el conjunto de activos productivos o generadores de valor que están basados en la información y el conocimiento (Itami, 1991, p. 18),

Es por tal razón que también se le denomina capital intelectual.

Son derechos basados en contratos tácitos y el valor de uno depende estrechamente del funcionamiento de los otros (Ruiz Navarro, 1999, p. 129). “Los recursos humanos especializados y avanzados y los recursos del conocimiento son las dos categorías más importantes de recursos para crear y mantener ventaja competitiva” (Ruiz Navarro, 1999, p. 13; Porter, 1991, p. 121).



LA RATIO PER Y EL PAYBACK

Según lo explica Galindo Lucas el Price/Earning Ratio (PER) es una de las medidas de valoración más utilizadas, debido a su facilidad de cálculo, aunque el establecimiento de las dos magnitudes que definen la ratio es susceptible de dificultad.

Se define como el precio pagado por un beneficio perpetuo (constante e interminable). También se define, como su propio nombre indica, mediante la expresión:

$$\text{PER} = V/R$$

En cierto modo, es una medida del incentivo a invertir, de la euforia en el mercado, también de la falta de significación del beneficio contable y, sobre todo, el plazo de recuperación de la inversión que realiza el accionista:

$$\text{PER} = P/\text{DIV} + \Delta P$$

En el caso en que no se perciba dividendo entre los momentos de la compra y la venta de los títulos, debido a que $1 < \text{año}$, la parte devengada vendría recogida en ΔP .

$$\Delta P_t = P_{t+1} - P_t + \text{div}_1;$$

En cualquier caso, $r = 1/\text{PER}$

En la proposición de tradicional, según se dijo, teníamos como expresión del coste del capital para la empresa $V = R / K \Rightarrow K = 1/\text{PER}$, que coincide con la rentabilidad considerada por el accionista en este análisis.

Por otra parte, si se acepta que la empresa equivale a “n” años de beneficios reales, entonces,

$V = nR$, de donde,

$$n = V/R = \text{PER}$$

Lo que es lo mismo que escribir $V = \text{Payback} * R$.



4.3.16 Valoración de acciones.

La actualización o descuento de los flujos económicos futuros se denomina valoración dinámica, porque no atienden a la situación patrimonial en un determinado momento, sino a una sucesión un variable flujo o renta en un periodo.

Los métodos de valoración dinámicos suelen partir o al menos ser compatibles con una formula elemental que se ha llamado “Principio fundamental de la valoración”. El desarrollo de este planteamiento se ha denominado análisis fundamental del valor, aunque de analíticos tienen pocos estos métodos. Puede venir referido al conjunto del capital propio de la empresa o a una estimación del precio de mercado de una acción o paquete de acciones.

Desde el punto de vista teórico, su gran función es la de definir el valor de la empresa o de los activos como el valor actualizado de los resultados potenciales que generaran. No obstante, adolecen de una debilidad práctica, puesto que son formulas con escaso respaldo empírico. Por otra parte, aunque tienen algún éxito en simulaciones, su aplicación en la práctica no es muy acertada, pues dependen de la calidad de las estimaciones sobre esos flujos económicos.

En general, en la aplicación numérica de estas formula, supondremos que se tiene información perfecta (sin limitaciones ni costes) acerca de los beneficios de la empresa, su política de dividendos, los planes de inversión, las cotizaciones, etc. Eso es mucho suponer, puesto que, aun existiendo obligación legal de facilitarlas al inversor, suele escamotearse o maquillarse, difundirse deficientemente o puede incluso resultar muy costosa, como la consulta a registros y corredurías.

Existen dos tipos de accionistas: De control y de especulación

Accionista de Control: Participación mayoritaria y vocación de permanencia. Son propietarios de las empresas en la que invirtieron, al adquirir un paquete significativo de



acciones, pagando normalmente una prima de control. La mayoría no tiene por qué ser absoluta, ya que puede haber participaciones minoritarias que permitan el control más o menos estable por parte de un sujeto decisor.

Rentabilidad directa o explícita: En el caso de las acciones, la variable renta viene dada por el dividendo.

Rentabilidad estratégica: Existen participaciones de control que no persiguen una rentabilidad financiera, sino estratégica, relacionada con el liderazgo en los mercados de productos y servicios. El dividendo a percibir es lo de menos; incluso sería interesante no repartir dividendos, a fin de reinvertir en actividades que sean complementarias con otras del accionista de control. Se incluye en este concepto el cierre de la empresa adquirida, eliminando un competidor.

Accionistas de especulación: Participación esporádica y minoritaria.

Rentabilidad indirecta o implícita: Variación patrimonial de tipo financiero. Esta rentabilidad puede corresponder, al menos en parte, a la parte proporcional del dividendo devengado y no vencido.

$$R = \Delta Pt / Pt$$

En términos generales la rentabilidad esperada por el inversor será la suma de la rentabilidad implícita y explícita:

$$r = (\text{div} + \Delta Pt) / Pt$$

Esta fórmula se puede expresar de otras maneras:

$$r = (\text{div} / Pt) + (1 / \text{PER})$$

O bien, $r = (\text{div} + Pt_{t+1} - Pt) / Pt = (\text{div} + Pt_{t+1} / Pt) - 1$, etc.

También, desde el punto de vista de la sociedad emisora,...

$$K_{cp} = (d * B + V_{t+1} - V_t) / V_t$$



Podemos obtener un modelo de valoración, tanto para las accionistas, como para el conjunto del capital propio de la empresa.

$$V_t = d * B_1 + V_{t+1} - V_t / K, \text{ de Donde...}$$

$$V_t = d * B_1 + V_{t+1} / 1 + K$$

$$P_t = \text{div } 1 + P_{t+1} / 1 + K$$

Partiendo de la expresión anterior y suponiendo que entre los momentos “t” y “t+1” se produce una variación en el número de acciones de la empresa, al valor final de la misma, habría que restarse dicha variación, a su precio actual de mercado, para poder compararlo con la cotización inicial.

$$V_t = d * B_1 + V_{t+1} - \Delta N * P_{t+1} / 1 + K$$

En este enfoque, la política de dividendos es un factor relevante en las expectativas sobre renta y patrimonio del inversor” racional”. Está es considerada la expresión de máxima operatividad del denominado análisis fundamental sin embargo, no pasa de ser un mero planteamiento teórico, pues no puede darse el caso de que se pretenda obtener el valor actual dando por conocido el valor de la empresa dentro de un periodo.

El modelo de factor de conversión afirma que el inversor no tiene por qué razonar en función de unas expectativas de renta, sino tal vez del valor futuro estimado de su inversión, supuesta una determinada rentabilidad de las mismas, es decir, en función de variables patrimoniales. En este caso, hablamos, en sentido estricto, de modelo del factor de conversión.

El razonamiento parte de una determinada rentabilidad del activo no repartida. Como en los métodos dinámicos, el valor de la empresa viene determinado por el valor esperado de las rentabilidades futuras.



$$V = F_c \times V_0 = \frac{r \times V_0}{1+k} + \frac{r(V_0 + rV_0)}{(1+k)^2} + \dots + \frac{r(V_0 + rV_0)^{n-1}}{(1+k)^n};$$
$$F_c = \frac{r}{1+k} + \frac{r(1+r)}{(1+k)^2} + \dots + \frac{r(1+r)^{n-1}}{(1+k)^n}$$
$$F_c = \frac{\frac{r}{1+k} - \left(\frac{1+r}{1+k}\right) \frac{r(1+r)^{n-1}}{(1+k)^n}}{1 - \frac{1+r}{1+k}}$$

Para aplicar este método es necesario partir de una idea previa del valor de la empresa, desde el punto de vista estático, por ejemplo, la cotización estimada, en función de series históricas o el valor sustancial. El factor de conversión, supuestas una rentabilidad esperada de las inversiones y una tasa de descuento constante, nos informara acerca de si preferimos corregir dicho valor estático por exceso o por defecto. No es mucho más lo que ofrece en la práctica de este método. Su naturaleza prospectiva le confiere el inconveniente principal de los métodos dinámicos, aunque ofrece un valor basado en métodos estáticos.

Existen modelos de valoración que combinan formulaciones estáticas y dinámicas, entre, ellos, la denominada formulación clásica o método indirecto y la formulación moderna o método directo. El motivo de su utilización es que reducen considerablemente la dependencia de la estimación con respecto a una variable tan difícil de predecir como la tasa de descuento.

El modelo clásico, surge como una fórmula para estimar el fondo de comercio de forma indirecta, por diferencia entre el valor sustancial y el valor de mercado de los activos.

Tanto el método directo como el indirecto, se suele tomar como tasa de descuento el interés de los activos sin riesgo, es decir, la deuda pública a largo plazo.

$$V = \frac{1}{2} (VNR + B/K)$$



Hay autores que afirman que es preferible aplicar el coste de oportunidad (K) los capitales permanentes funcionales. Se puede contrastar este planteamiento teórico, partiendo de la definición del valor dinámico como renta total actualizada, ya que existe una equivalencia de dos términos que se pueden eliminar:

$$B \times a_{n-k} = VNR + (B - V \times K) a_{n-k};$$

$$VNR = V \times K \times a_{n-k}$$

4.3.17 Valoración del pasivo exigible.

Es la valoración financiera ajena,

En lo que respecta a los títulos valores, sus poseedores son acreedores, de la empresa y no propietarios, como ocurre con las acciones. Eso significa que, a diferencia de estas, las obligaciones tienen que ser devueltas (amortizadas), en las condiciones financieras registradas y publicadas a la emisión.

$$P_0 = \sum_{t=1}^{vcmto} \frac{Cupón}{(1 + k_{PE})^t} + \frac{Amción}{(1 + k_{PE})^{vcmto}}$$

Esta fórmula representa el valor de un bono u obligación, teniendo en cuenta su propio vencimiento.

La duración de un empréstito se expresa en los siguientes términos

$$D = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{Cupón}{(1 + k_{PE})^t} \times t + \sum_{t=1}^n \frac{N}{(1 + k_{PE})^n} \times n}{\sum_{t=1}^n \frac{Cupón}{(1 + k_{PE})^t} + \sum_{t=1}^n \frac{N}{(1 + k_{PE})^n}} = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{Cupón}{(1 + k_{PE})^t} \times t + \sum_{t=1}^n \frac{N}{(1 + k_{PE})^n} \times n}{P_0}$$

La valoración de deudas e inflación se definen como una tasa de incremento generalizado de los precios, de forma continuada y significativa, durante un periodo que suele coincidir con el natural. Se mide en porcentaje acumulativo anual.



Valorar dichos pasivos al momento actual entraña una dificultad consistente en la necesidad de estimar las tasas de inflación y el interés de mercado para el periodo de vida del empréstito, al fin de utilizarla como tasa de descuento adicional al KPE, en la formula siguiente:

$$V_{PE} = \sum_{t=1}^n \frac{K_{PE} \times V_t}{[(1+k)(1+g)]^t} + \sum_{t=1}^n \frac{C.A.F._t}{[(1+k)(1+g)]^t}$$

Donde VPE es el valor del pasivo exigible; Vt la deuda viva en el momento “t”; CAF es la cuota de amortización financiera del empréstito y “g” la tasa de inflación.

Cuando hay una razón de deudas a interés variable, para compensar el riesgo de variabilidad del interés de descuento, los tipos pactados pueden ser, totalmente o en parte, dependientes de tasas de interés calculadas diariamente en mercados organizados. Estos intereses de referencia suelen ser los tipos interbancarios o empréstito el propio tipo de referencia más un diferencial.

El valor de las deudas en general y de la renta fina en particular, con respecto al interés de mercado es siempre una función decreciente, puesto que comprar significa elevar el valor y , en términos efectivos, reducir la rentabilidad y viceversa.

$$V_{PE} = \sum_{t=1}^n \frac{(k + Sp) \times V_t}{(1+k)^t} + \sum_{t=1}^n \frac{C.A.F._t}{(1+k)^t}$$

4.4 Valoración De Las Decisiones Financieras

“Las decisiones financieras deben ir precedidas de un análisis cuantitativo detallado de las alternativas que se presentan, con la valoración financiera de cada una de ellas, para que el decisor de los elementos en los que basar su elección. El análisis riguroso de las alternativas hace necesario el



conocimiento de los conceptos y las técnicas de valoración financiera”

(Pablo López, 1998, p.XV).

Según Tascon, para valorar las diferentes alternativas de inversión y financiación, por separado o conjuntamente, se ha aplicado la valoración financiera a través de numerosos modelos, en los que se incorporan diversos factores que afectaran al resultado: la inflación, los impuestos, el riesgo, la sensibilidad, etc. Para el funcionamiento de los métodos ha sido necesario contar con el auxilio de materias instrumentales, tales como el cálculo de probabilidades, el análisis bayesiano o la programación lineal.

Así, podemos citar los criterios estáticos clásico de selección de inversiones, como el flujo neto de caja total o el plazo de recuperación; los criterios dinámicos clásicos, como el valor actual neto o la tasa de interna de rentabilidad, en sus diversas modalidades; las teorías de valoración de activos financieros, como son el CAPM (Capital Asset Pricing Model) y, su generalización, el APM(Arbitrage Pricing Model); y por último, los modelos de valoración de opciones.

Respecto a la valoración de decisiones, medidas por su efecto sobre el valor de mercado de la empresa, las decisiones van a quedar justificadas cuando el valor del negocio para los accionistas (propietarios) después de adoptar la decisión sea superior al valor que tenía antes de adoptarla. Entramos así al concepto de creación de valor.

“Se dice que una empresa crea valor cuando la actividad de la empresa es capaz de generar unos recursos superiores al coste de capital imputable a la financiación de dicha actividad” (Broto & Fabra, 2000, p. 24).

Fernández, afirma que una empresa crea valor cuando la rentabilidad para los accionista supera a la rentabilidad exigida a las acciones.



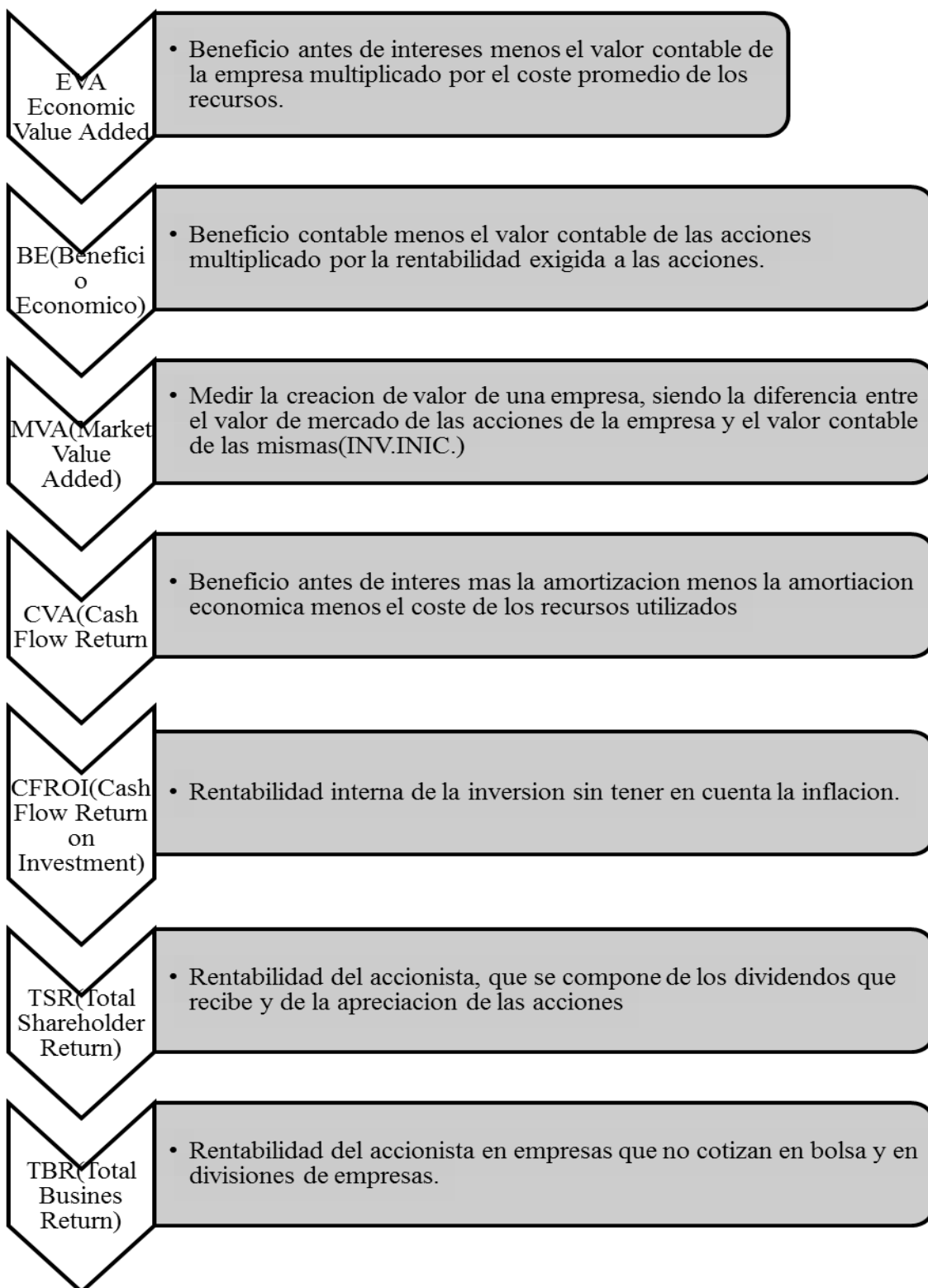
Seminario de Graduación

Para que la gestión de valor sea efectiva es necesario, por un lado, identificar y tener en cuenta los generadores de valor para el negocio y, por otro lado, detectar la evolución del valor de la empresa y comunicarlo a los agentes que intervienen en los mercados financieros.

En la medición de la creación de valor en una empresa, se han utilizado hasta ahora los siguientes parámetros:



Cuadro No 5



Como apoyo observemos el cuadro expuesto por Pablo Fernández



Cuadro No 6

| PRINCIPALES METODOS DE VALORACION | | | | | |
|-----------------------------------|---------------------|------------------|---------------------|---------------------|--------------------|
| ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL | ESTADO DE RESULTADO | MIXTO | DESCUENTO DE FLUJOS | CREACION DE VALOR | OPCIONES |
| Valor contable | Multiplos | Clasico | Free cash flow | EVA | Opcion de invertir |
| Valor contable ajustado | Beneficios PER | Union de experto | Cash flow acciones | Beneficio economico | Ampliar proyecto |
| Valor de liquidacion | Ventas | Contable europeo | Dividendos | Cash value added | Aplazar inversion |
| Valor sustancial | Ebitda | Renta abreviada | Capital cash flow | CFROI | Usos alternativo |

Fuente: Fernández, Pablo, Valoración Financiera, 2008.

4.5 Planteamiento Del Método Basado En El Descuento De Flujos De Fondos

A continuación presentaremos de forma más detallada el método de flujos descontados que es el que en el presente trabajo le aplicaremos a la empresa GRUPO BRITT, N.V. Y SUBSIDIARIAS.

4.5.1 El capital de trabajo neto operativo.

$$K_{tno} = \text{clientes} + \text{inventarios} - \text{proveedores}$$

La inversión en activos fijos productivos de capital (CAPEX por sus siglas en ingles Capital Expenditures), corresponde a la adquisición de activos fijos requeridos para poder transformar los insumos en productos que generen caja.

4.5.2 Productividad de capital de trabajo (pkt).

Refleja la inversión en capital de trabajo por cada peso de ventas. Es un factor de medición de inversión que debe tener la compañía para la financiación de su operación.



4.5.3 Palanca de crecimiento (pdc) .

(Mg Ebitda / PKT) refleja la relación desde el punto de vista estructural que se presenta entre el margen EBITDA y la PKT. Permite determinar qué tan atractivo es para una empresa crecer. La brecha estructural (Mg EBITDA - PKT) refleja los centavos que le sobran o faltan a la compañía cuando crece un peso.

4.5.4 Modelo de valuación de activos de capital (capm).

El objetivo del modelo es cuantificar e interpretar la relación que existe entre el riesgo y el rendimiento porque a través de esta relación lineal se puede establecer el equilibrio de los mercados financieros.

Es un modelo estático, es decir, existe un único periodo en el que los activos se negocian o intercambian al principio del periodo y el consumo se lleva a cabo al final del mismo cuando los activos producen un pago o rendimiento.

El CAPM nos dice que para poder calcular el rendimiento esperado que se le exigirá a un activo, se necesitan tres datos: el rendimiento libre de riesgo, la prima de mercado y el Beta del activo. Luego, se obtiene el rendimiento esperado sumando al rendimiento libre de riesgo una prima de riesgo ajustada por Beta.

Los distintos métodos basados en el descuento de flujos de fondos parten de la expresión:

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

Siendo: CF_i = flujo de fondos generado por la empresa en el período i ; VR_n = valor residual de la empresa en el año n ; K = tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos.



Aunque a simple vista pueda parecer que la fórmula anterior está considerando una duración temporal de los flujos, esto no es necesariamente así, ya que el valor residual de la empresa en el año n (VR_n) se puede calcular descontando los flujos futuros a partir de ese período.

Un procedimiento simplificado para considerar una duración indefinida de los flujos futuros a partir del año n es suponer una tasa de crecimiento constante (g) de los flujos a partir de ese período, y obtener el valor residual en el año n aplicando la fórmula simplificada de descuento de flujos indefinidos con crecimiento constante: $VR_n = CF_n (1+g) / (k-g)$, siendo este el método de Gordon y Shapiro.

La rentabilidad exigida por los accionistas puede estimarse a través de alguno de los siguientes métodos:

A partir del modelo de valoración de crecimiento constante de Gordon y Shapiro:

$$K_e = (\text{Div}_1 / P_0) + g$$

siendo: Div_1 = dividendos a percibir en el período siguiente = $\text{Div}_0 (1+g)$

P_0 = precio actual de la acción g = tasa de crecimiento constante y sostenible de los dividendos.

Cabe destacar que existen más formas para encontrar la tasa de descuento o CCPP esto va depender de la empresa y sus políticas de dividendos.

4.5.5 Flujos de caja libre

Son los flujos de caja que deja la operación después de apropiarse los recursos que se necesitan para la inversión, este flujo de caja sirve para atender los pagos a los proveedores del capital de la empresa (acreedores financieros y socios).



Cuadro No 7

| | | | |
|---|----------------------------------------------------|----|-----|
| | Ingresos operacionales | \$ | XXX |
| - | Costos y gastos operacionales | \$ | XXX |
| = | Utilidad operativa | \$ | XXX |
| - | Impuestos | \$ | XXX |
| = | Utilidad operativa despues de impuestos | \$ | XXX |
| - | Reinversion | \$ | XXX |
| + | Movimiento de capital de trabajo neto operativo | \$ | XXX |
| - | Flujo de inversion y/o reposicion de activos fijos | \$ | XXX |
| + | Depreciaciones, amortizaciones | \$ | XXX |
| = | Flujo de caja libre | \$ | XXX |

Fuente: Valoración de empresa por el método de flujo de caja libre, trabajo de grado.

Esta fórmula no es estática ni única; es decir cada persona puede encontrar el flujo de caja libre como mejor le parezca o como la empresa lo requiera dependiendo de su actividad y cuentas existentes en la empresa valorada financieramente.

La valoración por del Flujo de Caja Libre (FCL) es un método que , consiste en descontar los flujos de caja libre futuros de la empresa utilizando como tasa de descuento el costo de capital más el valor terminal calculado por la empresa.

$$= \sum_{t=1}^n \frac{FCL_t}{(1+CPPC)^t} + \frac{Valor\ Terminal_n}{(1+CPPC)_n}$$

Donde la primera parte de la formula expresa el valor de los flujos de caja de la empresa de su periodo relevante que va hasta donde se pueda pronosticar los flujos de caja relativamente certeros, y se acaba cuando la empresa llega a su estado de madurez, entiéndase este como el periodo de tiempo en que la empresa puede capturar valor.

La segunda parte de la fórmula de la valoración por el método del FCL corresponde a los flujos de caja subsiguientes.



La contabilidad no puede proveernos directamente dichos datos porque, por una parte, utiliza el enfoque de lo devengado y, por otra, asigna sus ingresos, costes y gastos basándose en criterios que no dejan de ser arbitrarios. Estas dos características de la contabilidad distorsionan la percepción del enfoque relevante a la hora de calcular flujos de fondos, que debe ser el enfoque de “caja”, es decir, dinero efectivamente recibido o entregado (cobros y pagos). Sin embargo, ajustando la contabilidad según esta última perspectiva, se puede calcular el flujo de fondos que nos interese.

Los impuestos se deben calcular sobre el BAIT directamente: así obtenemos el beneficio neto sin tener en cuenta los intereses, al cual debemos añadirle las amortizaciones del período porque no representan un pago, sino que constituyen solamente un apunte contable. Además, debemos considerar los importes de dinero que habrá que destinar a nuevas inversiones en activos fijos y a nuevas necesidades operativas de fondos (NOF), ya que dichas sumas deben ser restadas para calcular el free cash flow.

La obtención del free cash flow supone prescindir de la financiación de la empresa, para centrarnos en el rendimiento económico de los activos de la empresa después de impuestos, visto desde una perspectiva de empresa en marcha y teniendo en cuenta en cada período las inversiones necesarias para la continuidad del negocio. Es importante destacar que en el caso de que la empresa no tuviera deuda, el flujo de fondos libre sería idéntico al flujo de fondos para los accionistas, que es otra de las variantes de los cash flows que se utilizan para valoraciones y que se analizará a continuación.



Cuadro No 8

| | |
|--------------------------------------|-----------------------------------------------|
| Beneficio Antes de Impuestos (BAI) | Ventas (+) |
| | Gastos operativos no financieros (-) |
| | Amortizaciones (-) |
| | Otros gastos no financieros (-) |
| Beneficio Después de Impuestos (BDI) | Impuestos (-) |
| Flujo de Caja Bruto | Amortizaciones (+) |
| Flujo de Caja Operativo | Variación Fondo de Maniobra (-/+) |
| Flujo Neto de Caja | Inversión / Desinversión en Activo Fijo (-/+) |

Fuente: <http://www.expansion.com/diccionario-economico/flujo-de-caja.html>

Cabe Destacar que existen diferentes formas de calcular el Free Cash Flow esto va depender del tipo de empresa y de la facilidad de datos que esta tenga.

4.5.6 El cash flow disponible para las acciones.

El flujo de fondos disponible para las acciones (CFac) se calcula restando al flujo de fondos libre los pagos de principal e intereses (después de impuestos) que se realizan en cada período a los poseedores de la deuda, y sumando las aportaciones de nueva deuda. Es, en definitiva, el flujo de fondos que queda disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en NOF, y de haber abonado las cargas financieras y devuelto el principal de la deuda que corresponda (en el caso de que exista deuda). Se puede representar lo anterior de la siguiente forma:

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

Al realizar proyecciones, los dividendos y pagos a accionistas esperados deben coincidir con los flujos de fondos disponibles para los accionistas. Este cash flow supone la existencia de una determinada estructura de financiación en cada período, por la cual se abonan los intereses de las deudas existentes, se pagan los vencimientos de principal que correspondan y se reciben los fondos provenientes de nueva deuda, quedando finalmente un remanente que es el dinero que queda disponible para los accionistas y que se destinará a dividendos o a recompra de acciones.



Al actualizar el flujo de fondos para los accionistas estamos valorando las acciones de la empresa (E), por lo cual la tasa de descuento apropiada será la rentabilidad exigida por los accionistas (K_e). Para hallar el valor de la empresa en su conjunto ($D + E$), es preciso sumar al valor de las acciones (E), el valor de la deuda existente (D).

4.5.7 Capital cash flow.

Se denomina CCF (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 de deuda se compone de la suma de los intereses más la devolución del principal. Por tanto:

$$CCF = CF_{ac} + CF_d = CF_{ac} + I - \Delta D$$

$$I = D \cdot K_d$$

4.5.8 Costo promedio ponderado de capital (cppc).

Conocido también con sus siglas en inglés como WACC. (Weighted Average Cost of Capital), como la tasa de descuento con la que los flujos de caja libre futuros se expresan en valor presente, dentro del proceso de valoración o evaluación financiera de una empresa.

$$CPPC = W_e \cdot K_e + W_d \cdot K_d(1 - t)$$

4.5.9 Relación del patrimonio (w_e).

$$W_e = \frac{\text{Patrimonio}}{\text{Patrimonio} + \text{Pasivo Financiero}}$$



4.5.10 Costo de recursos propios (ke).

Es la tasa de retorno que los inversionistas requieren para hacer una inversión del patrimonio en la empresa

$$K_e = \text{Tasa Libre Riesgo} + \text{PRIMA de Riesgo Pais} + \beta \text{ * PRIMA Riesgo Patrimonio}$$

4.5.11 La tasa libre de riesgo.

Corresponde al no riesgo de impago en un activo, y que no existe desvíos alrededor del rendimiento esperado si se mantiene el activo hasta el vencimiento.

Se utiliza como referente la rentabilidad de los bonos del tesoro de los estados unidos con vencimiento en el Largo Plazo.

Debe tenerse en cuenta que estos rendimientos contienen la expectativa de inflación en Estados Unidos y en los mercados emergentes la tasa de inflación suele ser mayor. Por ello, de hacerse la proyección del flujo de fondos del activo en moneda doméstica, se requiere un ajuste por la diferencia de inflación entre el país emergente y la inflación en estados unidos.

4.5.12 Prima de riesgo país.

Se tiene en cuenta cuando se toma como referencia una tasa libre de riesgo de otro país, como ejemplo es la sobretasa que paga un país por sus bonos en relación a la tasa que paga el tesoro de Estados Unidos, es decir, la diferencia que existe entre el rendimiento de un título publico emitido por el gobierno nacional y un título de características similares emitido por el tesoro de los Estados Unidos.



4.5.13 Beta.

Se trata de un indicador de riesgo que marca en medida una acción sigue las fluctuaciones de un mercado. Cuando su valor es mayor de 1, mayor es su riesgo.

La forma de calcular la Beta de una acción si esta cotiza en bolsa es la de realizar una regresión de la rentabilidad de la acción frente a la rentabilidad del mercado. Se comparan las rentabilidades de la acción frente a las rentabilidades del mercado. (las rentabilidades del mercado se calculan teniendo como base el Índice de mercado). Usualmente se utilizan rentabilidades mensuales de los últimos 5 años.

Las Betas son apalancadas y reflejan el efecto de la estructura de capital. Como esta podría diferir de la estructura de capital de la compañía o proyecto analizado, se debe convertir el

Beta apalancado del sector en un Beta desapalancado y después buscar el Beta propia

$$\beta_{\text{Beta apalancada}} = \beta_{\text{Beta Desapalancado}} * [1 + (1 - t) * \text{Deuda} / \text{Patrimonio}]$$

4.5.14 Prima riesgo rendimiento.

$$\text{Prima Riesgo Patrimonio} = \text{Rentabilidad Empresa} - \text{Tasa Libre de Riesgo}$$

4.5.15 Relación deuda patrimonio.

Muestra la ponderación del Pasivo Financiero frente al total del pasivo financiero y patrimonio de la empresa.

$$W_d = \frac{\text{Pasivo Financiero}}{\text{Patrimonio} + \text{Pasivo Financiero}}$$



4.5.16 Costo de la deuda.

Es la tasa de interés media ponderada que la compañía ha de pagar por los préstamos y créditos recibidos. El Costo de la Deuda (**Kd**) debe basarse en el costo de obtener una deuda hoy la cual puede estar en base en:

$$Kd = \text{Tasa Libre Riesgo} + \text{Default Spread}$$

ó

$$Kd = \text{DTF} + \text{Puntos Basicos}$$

- Tasa libre de Riesgo
- Default Spread: el margen/prima de cumplimiento
- DTF: (Deposito a Termino Fijo), es una tasa de interés resultante del promedio ponderado de las tasas y montos diarios de las captaciones a 90 días de los Certificados de Depósito a Término de la gran mayoría de los intermediarios financieros durante una semana.

4.5.17 Escudo fiscal.

$(1 - t)$, en donde t corresponde a la tasa impositiva de renta.

4.5.18 El valor presente de los flujos de caja proyectado.

Se denomina Valor Presente de la Empresa o Valor Operacional y se calcula así:

Valor Presente de los flujos de caja libres del Periodo Relevante

+ Valor Presente del Valor de Continuidad

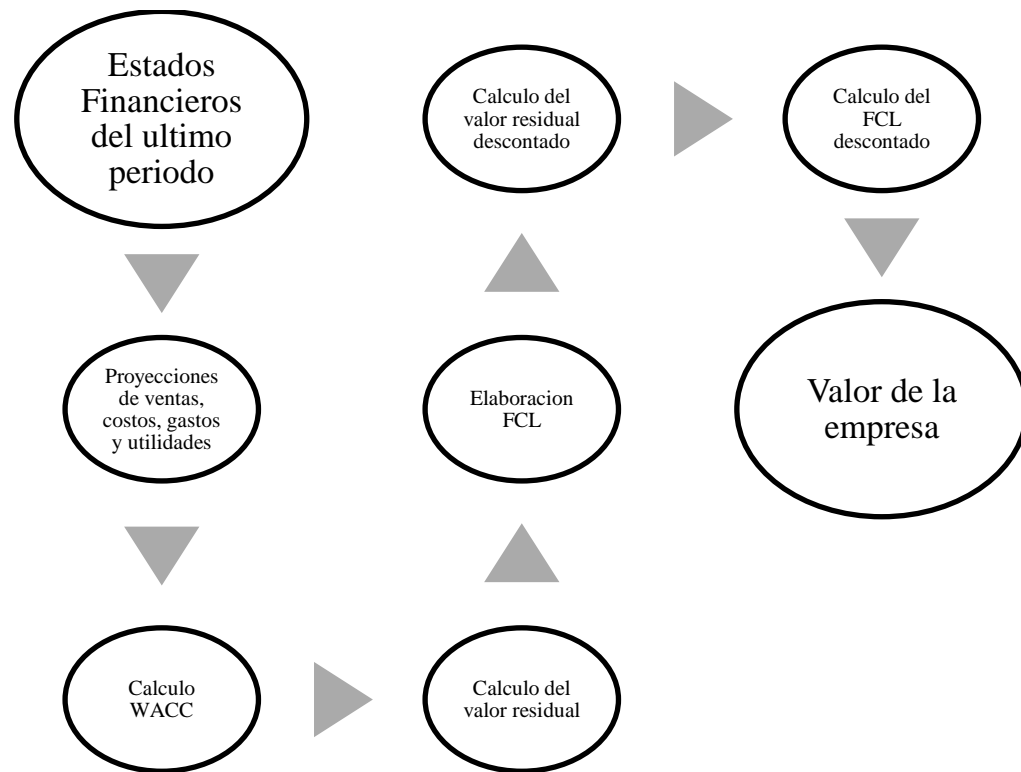
= Valor de la Operación



Por valor de la operación se entenderá el valor de la empresa como negocio en marcha, independientemente de que esta tenga o no deudas.

Para poder identificar el horizonte de tiempo, es necesario tener en cuenta variables macroeconómicas, tales como la inflación, la devaluación, el tipo de cambio y otras variables que hacen parte de la relación directa que existe entre la economía y las finanzas.

Cuadro No. 9 Proceso para la aplicación del método de flujo descontado.



Algunas Variables Macroeconómicas

La inflación

Se refiere al aumento de precios de bienes y servicios en un periodo de tiempo.



Impuestos

Que corresponde al dinero que una persona, familia o empresa deben pagar al estado para contribuir con sus ingresos.

La tasa de interés

Es aquel precio que se paga por el uso del dinero por un determinado periodo de tiempo.

Estas variables macroeconómicas, incluyendo el plan estratégico, deben ser justificables y permitir que el planteamiento refleje un futuro posible.

4.6 Valoración Bursátil

Se basa en la actualización de los flujos de caja que se estima que la empresa puede obtener en el futuro.

Utiliza una tasa de actualización el rendimiento ofrecido por las acciones de la empresa en el mercado de valores (bolsa).

En caso de que la compañía valorada no cotice en bolsa, se podría utilizar la medida de rentabilidad de las acciones de una empresa similar a la que se trata de valorar que si cotiza en el mercado.

4.6.1 Volatilidad de las acciones.

Es su sensibilidad con respecto a las fluctuaciones del mercado.

Un procedimiento rápido para medir este β consiste en analizar la evolución del precio de la acción en el pasado con respecto a los movimientos del mercado.

No obstante existen inconvenientes que provienen de:



Las diferentes posiciones que la acción va tomando a lo largo del tiempo con respecto al riesgo del mercado (a la rentabilidad media del mercado). Estas van cambiando y debe determinarse una sola de ellas.

Existen hechos importantes en la vida de la empresa que han influido de forma decisiva y que pueden quedar ocultos por la propia situación del mercado, ya sea con tendencia al alza o la baja.

4.7 Errores En La Valoración De Empresas

Tomado del trabajo sin nombre de autor, llamado desarrollo teórico podemos decir que los errores más frecuentes suelen ser de dos tipos generales:

- **Errores de procedimiento(de método)**
 - 1) Calcular el WACC utilizando valores contables de E (Recursos propios) y D (deuda) en lugar de los valores de mercado.
 - 2) Al calcular el FCF, utilizar los impuestos del proyecto apalancado.
 - 3) Utilizar flujos en moneda constante y tasa corriente o viceversa
 - 4) Disparidad entre inflación prevista y tasas de descuento.
 - 5) Actualizar flujos para los accionistas de años en los que no se va a repartir nada
 - 6) Los flujos para las acciones no coinciden con los dividendos y pagos previstos a los accionistas.
 - 7) Confundir K_e y WACC.
 - 8) Valorar divisiones utilizando el WACC de la empresa.
 - 9) Valorar todos los negocios con la misma tasa.
 - 10) Calculo erróneo del FCF (flujo accionistas si $D=0$)



- 11) Cálculo erróneo del CFac (Flujo accionistas con D prevista). Considerar que el valor de la deuda es igual con el nominal cuando no es el caso.
- 12) No utilizar las fórmulas correctas cuando el valor de la deuda no coincide con su valor nominal.
- 13) Endeudamiento muy cambiante y WACC Y K_e constantes.
- 14) Calcular la prima de mercado de datos históricos.
- 15) Calcular la beta de datos históricos.
- 16) Utilizar promedios de múltiplos con enorme dispersión.
 - **Errores de datos**
 - 1) En empresas maduras, disparidad entre flujos para las acciones históricas y previstas.
 - 2) Hipótesis sobre ventas, costes, precios, márgenes, ..., inconsistentes o fuera de toda lógica.
 - 3) Hipótesis sobre ventas, costes, precios, márgenes, ..., que no tienen en cuenta el entorno económico.
 - 4) Hipótesis sobre ventas, coste, precios, márgenes, ..., en contradicción con el análisis competitivo.
 - 5) Cálculo erróneo del valor residual

Valor residual calculado a partir de un flujo equivocado.



V. Caso Práctico

5.1 Introducción Al Caso Práctico

Valorar una empresa financieramente es muy importante; ya que a través de los métodos de valoración financiera podemos determinar el valor económico de las mismas dependiendo el objetivo que los interesados tengan para el futuro de la misma. Es por ello que se hace necesario adquirir más conocimientos sobre la aplicación de los métodos.

La valoración de una empresa puede darse por muchas razones entre ellas puede ser que un tercero esté interesado en adquirir la empresa, que uno de los accionistas ha pensado en vender su participación, que se requiera hacer una ampliación de capital para la ejecución de nuevos proyectos, que se desee tener una referencia interna, etc., por lo tanto es muy conveniente definir el valor que el negocio posee.

Se valorara la empresa GRUPO BRITT, N.V. Y SUBSIDIARIAS por el método de flujos descontados, método clásico o goodwill y el método valor contable con el fin de compararlos y demostrar cuál de los tres métodos aplicados es el más conveniente para valorar; utilizando los estados financieros del periodo 2013-2014 esperando dar un aporte importante sobre la situación financiera de la empresa y así brindar recomendaciones y decisiones estratégicas que ayuden a la marcha de la empresa.



5.2 Perfil De La Empresa

5.2.1 Historia de la empresa.

El nombre comercial de la empresa es GRUPO BRITT, N.V. Y SUBSDIARIAS fundada en 1985 su primer tienda fue en el aeropuerto en el 2001, la compañía se inició en Costa Rica. El mercado es ventas al detalle, institucional, mayoreo, y ventas en línea en 20 países.

La empresa posee y manufactura sus principales marcas de café, chocolates y artículos especializados, además de diseñar la mayoría de sus propios productos e integrar sus canales físicos y electrónicos.

El conocimiento que hemos adquirido en la creación de tiendas y productos, la habilidad para la ejecución de proyectos, una logística impecable, un excelente servicio al cliente, velocidad en el servicio y un equipo de trabajo apoyado en un ambiente internacional, son elementos que se han unido para crear una empresa única en su campo. La compañía ha adquirido una gran reputación por su creatividad y sus habilidades de mercadeo.

La junta directiva está conformada por los siguientes miembros:

Philippe Aronson, Presidente

Pablo E. Vargas, Director y CEO

Alan Saborio, Director

Esteban Brenes, Director

Gaston Monje, Director

Guillermo Groisman, Director

Juan Carlos Rojas, Director

Grupo Britt, N.V. a su vez se divide en Britt Shop y Britt Brand.



BRITT SHOP

Se especializa en desarrollar y operar en tiendas de viaje, al detalle. Cuenta con más de 94 tiendas en 10 países. La empresa posee y manufactura sus principales marcas de café, chocolates y artículos especializados, además de diseñar la mayoría de sus propios productos e integrar sus canales físicos y electrónicos.

Desde mediados de los años 90 Café Britt pensó en el Aeropuerto Internacional de Costa Rica como un lugar donde el viajero debía encontrar sus productos.

En aquel momento, no había concursos para operar tiendas y la única tienda de regalos pertenecía y era operada por el gobierno. Nuestra compañía tuvo la habilidad de adaptar un carro de golf y usarlo como kiosko de café, donde los consumidores podían comprar bolsas de britt y saborear una deliciosa taza de café regular, cappuccino o espreso.

Fue entonces para el año 2001 cuando Britt ganó el concurso para operar tiendas de regalos en el Aeropuerto de Costa Rica y el concepto Britt Shop empezó a crecer más allá del aeropuerto y más allá de Costa Rica.

Britt decidió expandirse internacionalmente no tanto exportando sus productos, pero si principalmente exportando su modelo de negocios. La compañía decidió activamente perseguir mercados internacionales e invirtió en Perú (2005), Curacao, las Antillas Holandesas (2006), Chile (2007), Miami, St. Thomas (2008), Antigua y Barbuda (2009) y México (2010).

La compañía emplea más de 1000 personas y Britt espera alcanzar alrededor de US\$80 millones en utilidades en el 2010.

BRITT BRAND

Por más de 25 años Café Britt ha cultivado, tostado y exportado el mejor café gourmet de Costa Rica, México y Perú, manteniendo una fuerte relación con nuestros caficultores y



prácticas de Comercio Justo. Nuestra línea de los más finos cafés y especialidades gourmet son entregados con garantía de calidad y satisfacción.

5.2.2 Misión.

Satisfacemos gustos exigentes y excedemos expectativas con productos y servicios auténticos e innovadores. Somos una organización ágil y emprendedora que respeta el ambiente y que genera valor a nuestros accionistas.

5.2.3 Políticas de calidad.

La Misión y la Política de Calidad de Britt son un juramento a nuestros clientes de que cada miembro de esta familia tiene una meta y una visión en común. Somos gente Britt que cree en un ambiente laboral saludable, retador, alegre y casual. Estamos comprometidos con nuestra misión, la mejora continua, la conservación ambiental, la responsabilidad social.

5.2.4 Objetivos estratégicos.

- Generar relaciones comerciales mutuamente benéficas con los clientes con una comunicación más eficaz que permita visualizar mejor sus necesidades y expectativas y obtener un mayor posicionamiento en el mercado.
- Mejorar continuamente los procesos y sistemas de control que hagan a la empresa más eficiente.
- Obtener las utilidades necesarias que le permitan a la empresa mantenerse en un franco crecimiento.
- Contar con los mejores proveedores que nos permitan ofrecer excelentes servicios a precios competitivos.
- Dar Seguimiento a los Clientes, teniendo en cuenta las necesidades de cada uno.
- Contar con un enfoque personal de tal forma que sea fácil de identificar.



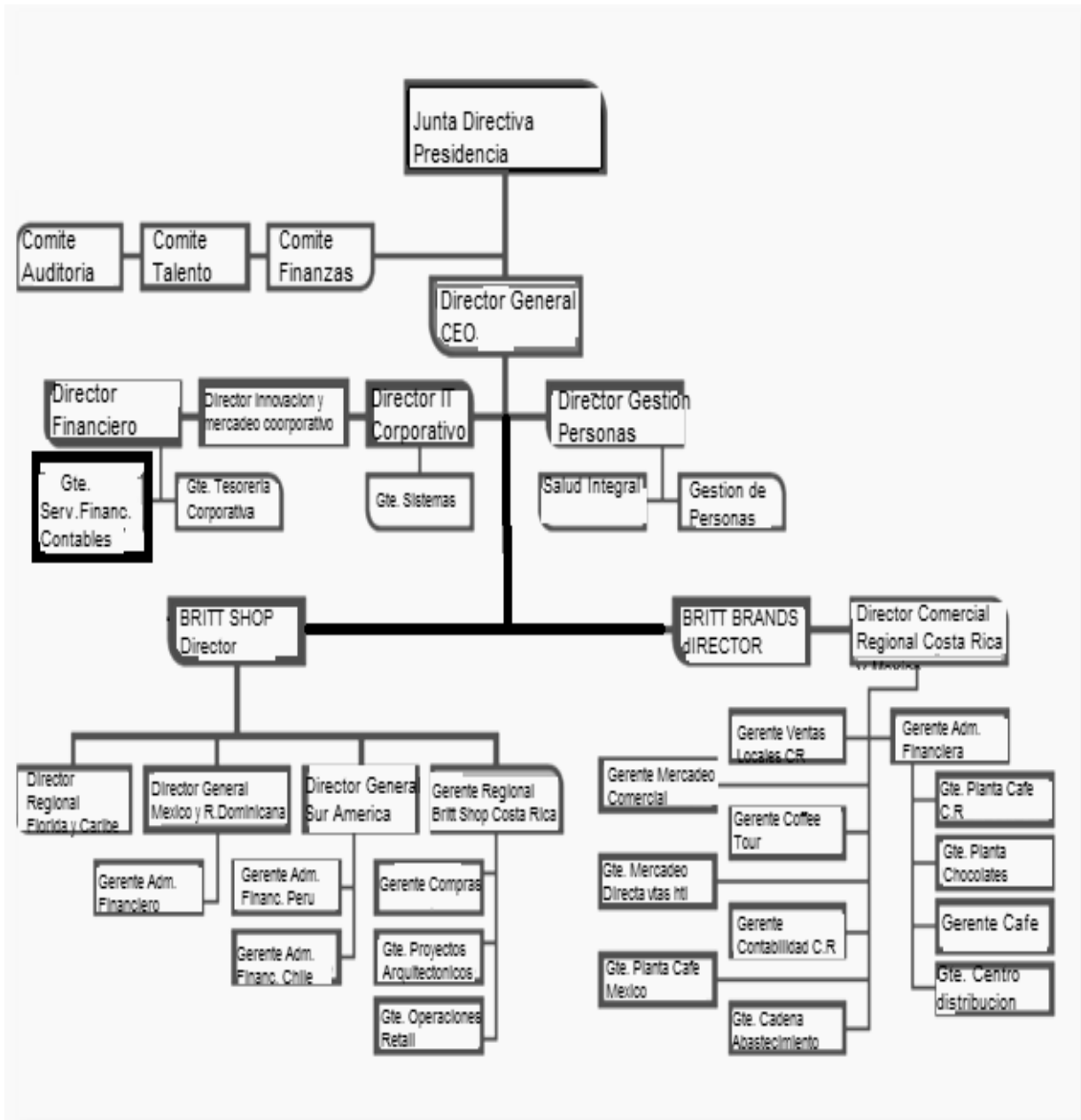
- Proporcionar una estabilidad laboral y económica al Recurso Humano de la Empresa, dándoles las garantías de seguridad y capacitación para el buen desempeño de las actividades pertinentes al cargo.
- Contribuir a la recuperación ambiental de nuestro entorno mediante la aplicación y ejecución de las acciones contempladas en la norma nacional ofreciendo productos más amigables con la naturaleza.

5.2.5 Valores.

- **Comunicación:** Trabajamos en equipo, tenemos comunicación constante, sencilla, sincera y oportuna
- **Compromiso:** Excedemos las expectativas de los clientes, de los compañeros, de los accionistas, entregamos resultados a tiempo y cuidamos los detalles.
- **Creatividad:** Anticipamos las necesidades y los deseos y creamos formas nuevas y rentables de satisfacción.
- **Carácter:** Somos personas éticas e integrales, cumplimos con las regulaciones y gestionamos el conocimiento y los recursos responsablemente.



5.2.6 Organización.



Fuente: GRUPO BRITT, N.V. Y SUBSIDIARIAS



A continuación presentamos el juego de estados financieros consolidados del 2013-2014 de la empresa.

GRUPO BRITT, N.V. Y SUBSIDIARIAS
ESTADO CONSOLIDADO DE POSICION FINANCIERA
31 DE DICIEMBRE DEL 2014
EXPRESADO EN DOLARES

| | <u>2014</u> | <u>2013</u> |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------|------------------------|
| ACTIVOS | | |
| ACTIVO CORRIENTE | | |
| Efectivo | \$ 4046,199.00 | \$ 2339,764.00 |
| Cuentas por cobrar | \$ 9567,717.00 | \$ 8443,169.00 |
| Por cobrar a compañías relacionadas inventarios netos | \$ 940,523.00 | \$ 967,504.00 |
| Gastos pagados por anticipado | \$ 19891,114.00 | \$ 20082,214.00 |
| TOTAL ACTIVO CORRIENTE | \$ 35331,225.00 | \$ 32771,155.00 |
| Por cobrar a largo plazo compañía relacionada | \$ 14,626.00 | \$ 11,618.00 |
| Propiedad planta y equipo | \$ 25056,162.00 | \$ 23811,097.00 |
| Activos intangibles y plusvalía | \$ 9951,534.00 | \$ 4415,539.00 |
| Otros activos | \$ 978,282.00 | \$ 1053,749.00 |
| Impuesto sobre la renta diferido | \$ 4300,122.00 | \$ 3904,428.00 |
| TOTAL ACTIVOS | \$ 75631,951.00 | \$ 65967,586.00 |
| PASIVO Y PATRIMONIO | | |
| PASIVO CORRIENTE | | |
| Prestamo bancario | \$ 8564,162.00 | \$ 8771,294.00 |
| Porcion circulante deuda largo plazo | \$ 10700,000.00 | \$ 700,000.00 |
| Cuentas por pagar y gastos acumulados | \$ 12871,351.00 | \$ 9973,104.00 |
| Impuesto sobre la renta por pagar | \$ 193,924.00 | \$ 618,377.00 |
| Por pagar a compañía relacionadas | \$ 294,525.00 | \$ 290,400.00 |
| TOTAL PASIVO CORRIENTE | \$ 32623,962.00 | \$ 20353,175.00 |
| Deuda largo plazo excluye porcion circulante | \$ 22738,278.00 | \$ 23455,945.00 |
| Impuesto sobre la renta diferido | \$ 839,406.00 | \$ 908,411.00 |
| TOTAL PASIVO CORRIENTE | \$ 56201,646.00 | \$ 44717,532.00 |
| PATRIMONIO | | |
| Capital acciones, emitidas 10.000.000, en circulacion 7.875.290 acciones con valor nominal \$0.01 c/u | \$ 100,000.00 | \$ 100,000.00 |
| Acciones preferente, 1.000 acciones autorizadas, emitidas y en circulacion valor nominal \$0.01 c/u | \$ 10.00 | \$ 10.00 |
| Acciones en tesorería, 2.124.710 al costo | \$ (15143,943.00) | \$ (10270,850.00) |
| Capital adicional pagado | \$ 6582,200.00 | \$ 6582,200.00 |
| Superavit por revaluacion de activo | \$ 6627,264.00 | \$ 5283,442.00 |
| Reserva legal | \$ 1282,362.00 | \$ 1282,362.00 |
| Utilidades no distribuida restringidas | \$ 21000,000.00 | \$ 12000,000.00 |
| Utilidades no distribuida | \$ 5712,299.00 | \$ 8798,653.00 |
| Efecto por traduccion de estados financieros | \$ (6729,887.00) | \$ (2525,762.00) |
| TOTAL PATRIMONIO | \$ 19430,305.00 | \$ 21250,055.00 |
| TOTAL PASIVO MAS PATRIMONIO | \$ 75631,951.00 | \$ 65967,586.00 |

Elaborado

Revisado

Autorizado

Fuente: Grupo Britt, N.V Y Subsidiarias



GRUPO BRITT, N.V. Y SUBSIDIARIAS
ESTADO CONSOLIDADO DE RESULTADO Y OTRO RESULTADO INTEGRAL
AÑO TERMINADO AL 31 DE DICIEMBRE DEL 2014
EXPRESADO EN DOLARES

| | <u>2014</u> | <u>2013</u> |
|------------------------------------------------------------------------------|------------------------|------------------------|
| Ventas | \$ 117533,413.00 | \$ 115289,318.00 |
| Costo de ventas | \$ 41004,705.00 | \$ 42360,719.00 |
| Utilidad bruta | <u>\$ 76528,708.00</u> | <u>\$ 72928,599.00</u> |
| Gastos de operación: | | |
| Generales y administrativos | \$ 8257,097.00 | \$ 9788,887.00 |
| Ventas | \$ 50784,657.00 | \$ 48180,932.00 |
| Desarrollo de nuevo mercado | \$ 3234,699.00 | \$ 1921,252.00 |
| Perdida en disposicion de activos | \$ 20,932.00 | \$ 86,401.00 |
| Otros gastos de operación | \$ 72,394.00 | \$ (61,975.00) |
| Total gastos de operación | <u>\$ 62369,779.00</u> | <u>\$ 59915,497.00</u> |
| Utilidad proveniente de actividades de operación | <u>\$ 14158,929.00</u> | <u>\$ 13013,102.00</u> |
| Gastos de financiamiento: | | |
| Gastos financieros | \$ 2203,546.00 | \$ 2158,929.00 |
| Ingresos financieros | \$ (79,310.00) | \$ (86,146.00) |
| Diferencia de cambio neta | \$ 1414,557.00 | \$ 504,130.00 |
| Total gastos de financiamiento | <u>\$ 3538,793.00</u> | <u>\$ 2576,913.00</u> |
| Proporcion de la participacion en inversion asociada | <u>\$ (4,125.00)</u> | <u>\$ (53,989.00)</u> |
| Utilidad antes de impuesto sobre la renta | <u>\$ 10616,011.00</u> | <u>\$ 10382,200.00</u> |
| Impuesto sobre la renta: | | |
| Corriente | \$ 2389,592.00 | \$ 2794,249.00 |
| Diferido | \$ (827,890.00) | \$ (951,973.00) |
| Total impuesto sobre la renta | <u>\$ 1561,702.00</u> | <u>\$ 1842,276.00</u> |
| Utilidad neta del año | <u>\$ 9054,309.00</u> | <u>\$ 8539,924.00</u> |
| Otro resultado integral que pueden ser reclasificados en perdida o ganancia: | | |
| Superavit por revaluacion de activos productivos | \$ 1534,527.00 | |
| Efecto en el superavit por revaluacion de activo prod | \$ (190,705.00) | |
| Efecto por conversion de estados financieros | \$ (4204,125.00) | \$ (1693,275.00) |
| total resultado intagral del año | <u>\$ 6194,006.00</u> | <u>\$ 6846,649.00</u> |
| Utilidad por accion: | | |
| Utilidad por accion basica | <u>\$ 11,544.00</u> | <u>\$ 10,114.00</u> |
| Utilidad por accion diluida | <u>\$ 11,544.00</u> | <u>\$ 10,114.00</u> |

Elaborado

Revisado

Autorizado

Fuente: Grupo Britt, N.V Y Subsidiarias



Seminario de Graduación

GRUPO BRITT, N.V. Y SUBSIDIARIAS
ESTADO CONSOLIDADO DE FLUJO DE EFECTIVO
31 DE DICIEMBRE DEL 2014
EXPRESADO EN DOLARES

| | <u>2014</u> | <u>2013</u> |
|---------------------------------------------------------------------|--------------------------|-------------------------|
| Flujo de efectivo de actividades de operación: | | |
| Utilidad neta | \$ 9054,309.00 | \$ 8539,924.00 |
| Depreciacion | \$ 4479,291.00 | \$ 4443,734.00 |
| Amortizacion de activos intangibles y software | \$ 1488,960.00 | \$ 1724,207.00 |
| Gastos por estimacion para valuacion de inventario | \$ 1764,754.00 | \$ 1891,554.00 |
| Gastos por intereses | \$ 1844,426.00 | \$ 2158,929.00 |
| Gastos por impuesto sobre la renta | \$ 2389,592.00 | \$ 2794,249.00 |
| Gastos por estimacion para cuentas incobrables | \$ 117,084.00 | \$ 24,433.00 |
| Impuesto sobre la renta diferido | \$ (827,890.00) | \$ (951,973.00) |
| Perdida en venta y disposicion de activos productivos | \$ 20,932.00 | \$ 86,401.00 |
| Porcion de la participacion en inversion asociada | \$ 4,125.00 | \$ 53,989.00 |
| | \$ 20335,538.00 | \$ 20765,447.00 |
| Cambios en: | | |
| Cuentas por cobrar | \$ (1089,725.00) | \$ (1293,317.00) |
| Por cobrar a compañía relacionadas | \$ 26,981.00 | \$ (160,474.00) |
| Inventarios | \$ (1364,606.00) | \$ (3655,892.00) |
| Gastos pagados por anticipados | \$ 52,832.00 | \$ 694,004.00 |
| Cuentas por pagar a relacionadas | | \$ 6,128.00 |
| Cuentas por pagar y gastos acumulados | \$ 2319,284.00 | \$ 78,531.00 |
| EFECTIVO GENERADO POR ACTIVIDAD DE OPERACIÓN | \$ 20280,349.00 | \$ 16434,427.00 |
| Intereses pagados | \$ (1732,920.00) | \$ (2140,852.00) |
| Impuestos pagados | \$ (2814,045.00) | \$ (2364,803.00) |
| Efectivo neto provisto por actividades de inversion | \$ 15733,384.00 | \$ 11928,772.00 |
| Flujos de efectivo provenientes de las actividades de inversion: | | |
| Adiciones a propiedad planta y equipo | \$ (7138,066.00) | \$ (5786,538.00) |
| Activo intangible- derecho de uso de local comercial | \$ (4366,309.00) | \$ (523,963.00) |
| Activo intangible- adiciones al software | \$ (232,210.00) | \$ (422,144.00) |
| Adquisicion de subsidiaria | \$ (2518,015.00) | |
| Proveniente de venta de activos productivos | \$ 1281,317.00 | \$ 2234,012.00 |
| Disminucion de otros activos | \$ 295,402.00 | \$ 110,670.00 |
| EFECTIVO USADO PARA ACTIVIDADES DE INVERSION | \$ (12677,881.00) | \$ (4387,963.00) |
| Flujos de efectivos provenientes de la actividad de financiamiento: | | |
| Dividendo de accionistas | \$ (3140,663.00) | \$ (3377,569.00) |
| Por cobrar a largo plazo a compañía relacionadas | \$ (3,008.00) | \$ 240,943.00 |
| Recompra de acciones comunes | \$ (5093,950.00) | \$ (2429,153.00) |
| Emision de acciones | \$ 220,857.00 | \$ 34,577.00 |
| Opciones de acciones | | \$ 10,248.00 |
| Prestamos bancarios | \$ (207,132.00) | \$ 3142,366.00 |
| Financiamiento a largo plazo: | | |
| Nuevas operaciones | \$ 10000,000.00 | \$ 6000,000.00 |
| Pagos efectuados | \$ (717,667.00) | \$ (10467,666.00) |
| EFECTIVO PROVISTO POR ACTIVIDADES DE FINANCIACIÓN | \$ 1058,437.00 | \$ (6843,254.00) |
| Aumento del efectivo | \$ 4113,940.00 | \$ 697,555.00 |
| Efectivo al inicio del año | \$ 2339,764.00 | \$ 2415,469.00 |
| Efecto neto de la variación en los tipos de cambio del efectivo | \$ (2407,506.00) | \$ (773,259.00) |
| Efectivo al final del año | \$ 4046,199.00 | \$ 2339,764.00 |

Fuente: Grupo Britt N.V Y Subsidiarias



Seminario de Graduación

GRUPO BRITT, N.V. Y SUBSIDIARIAS
ESTADO CONSOLIDADO DE CAMBIO EN EL PATRIMONIO
31 DE DICIEMBRE DEL 2014
EXPRESADO EN DOLARES

| | Acciones comunes | Acciones preferente | Acciones tesoreria | Capital adicional pagado | Superavit por revaluacion activo | Reserva legal | Utilidades no distribuidas restrigidas | Utilidades no distribuida | Efecto por conversion de estados financieros | TOTAL |
|-----------------------------------------------------------------------|---------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------------|-------------------------------------|------------------|----------------------------------------------|------------------------------|----------------------------------------------------|------------------|
| Saldo al 31 de diciembre 2012 | 100,000 | 10 | \$ (7879,274.00) | \$ 6571,952.00 | \$ 5283,442.00 | \$ 1282,362.00 | \$ 12000,000.00 | \$ 3636,298.00 | \$ (832,487.00) | \$ 20162,303.00 |
| Total resultado integral del año | | | | | | | | \$ 8539,924.00 | | \$ 8539,924.00 |
| Utilidad neta del año | | | | | | | | \$ 8539,924.00 | | \$ 8539,924.00 |
| Otro resultado integral: | | | | | | | | | \$ (1639,275.00) | \$ (1639,275.00) |
| Efecto por conversion de estados financiero | | | | | | | | | \$ (1639,275.00) | \$ (1639,275.00) |
| Total resultado integral del año | | | | | | | | \$ 8539,924.00 | \$ (1639,275.00) | \$ 6846,649.00 |
| Transacciones con los propietarios | | | | | | | | | | |
| Directamente con el patrimonio: | | | | | | | | | | |
| Recompra de 319,739 acciones comunes | | | \$ (2429,153.00) | | | | | | | \$ (2429,153.00) |
| Opciones de acciones ejercidas por un director | | | \$ 37,577.00 | \$ 10,248.00 | | | | | | \$ 47,825.00 |
| Asignacion de reserva legal | | | | | | | | | | |
| Dividendos pagados sobre acciones comunes | | | | | | | | \$ (3377,569.00) | | \$ (3377,569.00) |
| Total de transacciones con los propietarios | | | \$ (2391,576.00) | \$ 10,248.00 | | | | \$ (3377,569.00) | | \$ (5758,897.00) |
| Saldo al 31 de diciembre 2013 | 100,000 | 10 | \$ (10270,850.00) | \$ 6582,200.00 | \$ 5283,442.00 | \$ 1282,362.00 | \$ 12000,000.00 | \$ 8798,653.00 | \$ (2525,762.00) | \$ 21250,055.00 |
| Total resultado integral del año | | | | | | | | \$ 9054,309.00 | | \$ 9054,309.00 |
| Utilidad neta del año | | | | | | | | \$ 9054,309.00 | | \$ 9054,309.00 |
| Revaluacion de activos productivos | | | | | \$ 1534,527.00 | | | | | \$ 1534,527.00 |
| Efecto en el superavit por variacion de impuesto de renta diferido | | | | | \$ (190,705.00) | | | | | \$ (190,705.00) |
| Asignacion de reserva legal | | | | | | | | | | |
| Utilidades restrigidas | | | | | | | \$ 9000,000.00 | \$ (9000,000.00) | | |
| Otro resultado integral: | | | | | | | | | | |
| Efecto por conversion de estados financiero | | | | | | | | | \$ (4204,125.00) | \$ (4204,125.00) |
| Total resultado integral del año | | | | | \$ 1343,822.00 | | \$ 9000,000.00 | \$ 54,309.00 | \$ (4204,125.00) | \$ 6194,006.00 |
| Transacciones con los propietarios | | | | | | | | | | |
| Directamente con el patrimonio: | | | | | | | | | | |
| Recompra de 509,385 acciones comunes | | | \$ (5093,950.00) | | | | | | | \$ (5093,950.00) |
| Opciones de acciones ejercidas por un director | | | \$ 220,857.00 | | | | | | | \$ 220,857.00 |
| Asignacion de reserva legal | | | | | | | | | | |
| Dividendos pagados sobre acciones comunes | | | | | | | | \$ (3140,663.00) | | \$ (3140,663.00) |
| Total de transacciones con los propietarios | | | \$ (4873,093.00) | | | | | \$ (3140,663.00) | | \$ (8013,756.00) |
| Saldo al 31 de diciembre del 2014 | 100,000 | 10 | \$ (15143,943.00) | \$ 6582,200.00 | \$ 6627,264.00 | \$ 1282,362.00 | \$ 21000,000.00 | \$ 5712,299.00 | \$ (6729,887.00) | \$ 19430,305.00 |

Fuente: Grupo Britt, N.V Y Subsidiarias



Aplicación del método de flujos descontados

Partiremos de los estados financieros que son hechos ya ocurridos por la empresa para proyectar los ingresos, gastos y costos que la misma tendrá por cinco años futuros.

Las ventas proyectadas para el Grupo Britt según la actividad de los datos históricos existentes estos aumentaran en un 10% durante los próximos cinco años que son los que se proyectaran.

Cuadro No 10

| | REALES | | PROYECTADOS | | | | |
|--------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
| Ventas | \$ 115289,318.00 | \$ 117533,413.00 | \$ 129286,754.30 | \$ 142215,429.73 | \$ 156436,972.70 | \$ 172080,669.97 | \$ 189288,736.97 |

Fuente: Elaboración Propia

El costo de venta para los cinco años siguientes se espera que alcance 10% más cada año de forma continua y estable.

Cuadro No 11

| | REALES | | PROYECTADOS | | | | |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
| Costo de ventas | \$ 42360,719.00 | \$ 41004,705.00 | \$ 45105,175.50 | \$ 49615,693.05 | \$ 54577,262.36 | \$ 60034,988.59 | \$ 66038,487.45 |

Fuente: Elaboración Propia

Los gastos administrativos y de ventas que se detallan son los reales y los proyectados sobre la base de cada año.

Se espera que aumente el 10% cada año para los cinco años que se valorizaran.



Cuadro No 12

| Gastos de operación: | REALES | | PROYECTADOS | | | | |
|-----------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
| Generales y administrativos | \$ 9788,887.00 | \$ 8257,097.00 | \$ 9082,806.70 | \$ 9991,087.37 | \$ 10990,196.11 | \$ 12089,215.72 | \$ 13298,137.29 |
| Ventas | \$ 48180,932.00 | \$ 50784,657.00 | \$ 55863,122.70 | \$ 61449,434.97 | \$ 67594,378.47 | \$ 74353,816.31 | \$ 81789,197.95 |

Fuente: Elaboración Propia

Se proyectaran las depreciaciones y amortizaciones para luego restarla a los gastos generales y administrativos y los de venta para obtener el desembolso real y efectivo de los gastos.

Se proyectaron las depreciaciones y amortizaciones basándonos en la ley de concertación tributaria y no en las políticas de la empresa debido a que esta se rige por las leyes de Costa Rica que es donde la empresa reside.



Cuadro No 13

| DEPRECIACION | Reales | | | | | | Proyectados | | | | |
|---------------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
| Edificios e Instalaciones | \$ 5155,355.00 | \$ 6379,068.00 | \$ 9915,127.00 | \$ 10310,444.00 | \$ 8193,133.00 | \$ 8138,311.00 | \$ 8952,142.10 | \$ 8504,535.00 | \$ 8079,308.25 | \$ 7675,342.83 | \$ 8442,877.12 |
| Maquinaria y Equipo | \$ 2661,706.00 | \$ 3110,612.00 | \$ 3230,515.00 | \$ 3526,559.00 | \$ 3851,036.00 | \$ 3718,484.00 | \$ 4090,332.40 | \$ 4499,365.64 | \$ 4949,302.20 | \$ 5444,232.42 | \$ 5988,655.67 |
| Mobiliario y equipo | \$ 3317,316.00 | \$ 4275,224.00 | \$ 5364,562.00 | \$ 6236,947.00 | \$ 5995,143.00 | \$ 5714,169.00 | \$ 6285,585.90 | \$ 6159,874.18 | \$ 6775,861.60 | \$ 6640,344.37 | \$ 7304,378.81 |
| Vehiculos | \$ 711,198.00 | \$ 667,539.00 | \$ 656,347.00 | \$ 555,670.00 | \$ 597,943.00 | \$ 527,672.00 | \$ 501,288.40 | \$ 476,223.98 | \$ 452,412.78 | \$ 429,792.14 | \$ 408,302.53 |
| Moldes de Empaque | \$ 44,416.00 | \$ 78,116.00 | \$ 89,479.00 | \$ 222,468.00 | \$ 341,807.00 | \$ 204,254.00 | \$ 224,679.40 | \$ 247,147.34 | \$ 271,862.07 | \$ 299,048.28 | \$ 328,953.11 |
| Obras en Proceso | \$ 1082,059.00 | \$ 753,042.00 | \$ 318,631.00 | \$ 133,851.00 | \$ 247,341.00 | \$ 1540,943.00 | \$ 1309,801.55 | \$ 1244,311.47 | \$ 1182,095.90 | \$ 1122,991.10 | \$ 1066,841.55 |
| Depreciacion Acumulada | \$ 12972,050.00 | \$ 15263,601.00 | \$ 19574,661.00 | \$ 20985,939.00 | \$ 19226,403.00 | \$ 19843,833.00 | \$ 21363,829.75 | \$ 21131,457.61 | \$ 21710,842.80 | \$ 21611,751.15 | \$ 23540,008.78 |
| Depreciacion del Periodo | | | | | | | \$ 1519,996.75 | \$ 232,372.14 | \$ 579,385.19 | \$ 99,091.65 | \$ 1928,257.63 |
| | | | | | | | | | | | |
| AMORTIZACION | REALES | | | | | PROYECTADOS | | | | | |
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | |
| Derecho de uso de tiendas comerciales | \$ 1173,962.00 | \$ 2423,921.00 | \$ 3898,496.00 | \$ 5087,013.00 | \$ 5235,831.00 | \$ 5759,414.10 | \$ 6335,355.51 | \$ 6968,891.06 | \$ 7665,780.17 | \$ 8432,358.18 | |
| Software | \$ 1625,280.00 | \$ 1936,437.00 | \$ 569,475.00 | \$ 990,726.00 | \$ 1263,742.00 | \$ 1390,116.20 | \$ 1529,127.82 | \$ 1682,040.60 | \$ 1850,244.66 | \$ 2035,269.13 | |
| Amortizacion acumulada | \$ 2801,252.00 | \$ 4362,369.00 | \$ 4469,983.00 | \$ 6079,752.00 | \$ 6501,587.00 | \$ 7151,545.30 | \$ 7866,499.33 | \$ 8652,948.66 | \$ 9518,042.83 | \$ 10469,646.31 | |
| Amortizacion del periodo | | | | | | \$ 649,958.30 | \$ 714,954.03 | \$ 786,449.33 | \$ 865,094.17 | \$ 951,603.48 | |

Fuente: Elaboración Propia



Calculo del Costo de Capital Promedio Ponderado

El costo de capital promedio ponderado, llamado también WACC (siglas en inglés) es la tasa de descuento que debe utilizarse para descontar los flujos de fondos operativos para valorar una empresa utilizando el descuento de flujos de fondos, en el "enterprise approach"

El costo de capital puede definirse como la tasa de rendimiento que debe ser percibida por una empresa sobre su inversión proyectada, con el objeto de mantener inalterado el valor de mercado de sus acciones. Asimismo, se considera como la tasa de rendimiento requerida por los proveedores del mercado de capitales para atraer sus fondos hacia la empresa. Si se mantiene el riesgo constante, la aplicación de proyectos con una tasa de rendimiento por encima del costo de capital, se incrementará el valor de la empresa y viceversa.

Es por ello que calcularemos a continuación el costo de cada una de las partes de la estructura de capital.

La deuda a Largo Plazo está estructurada por bonos y para calcular el costo de la deuda de una empresa que emite bonos, debemos tener en cuenta el rendimiento al vencimiento de los bonos emitidos aplicando el método de cotizaciones de costos que es cuando los valores netos de realización de un bono equivalen a su valor nominal, el costo antes de impuesto será igual a la tasa establecida de interés.



Cuadro No 14

| Estructura de los bonos de la empresa | Estructura deuda | Interes |
|---------------------------------------------|------------------|---------|
| Banco Agricola El Salvador | \$ 6000,000.00 | 6.40% |
| Bonos estandarizados de deuda | \$ 10000,000.00 | 6.40% |
| Banco Agromercantil | \$ 1400,000.00 | 6.00% |
| Bancolombia Panama | \$ 6000,000.00 | 5.50% |
| Banco Banistmo | \$ 10000,000.00 | 6.00% |
| Prima de colocacion de bonos estandarizados | \$ 38,278.00 | 6.40% |
| | \$ 33438,278.00 | |
| Menos Porcion Circulante | \$ 10700,000.00 | |
| Deuda a Largo Plazo | \$ 22738,278.00 | |
| Costo de la deuda antes de impuesto | | 6.110% |
| Costo de la deuda despues de impuesto | | 4.271% |

Fuente: Elaboración Propia

Como podemos observar la empresa cuenta con diferentes tipos de bonos que son las deudas a largo plazo con los intereses que cada una tiene, el costo de la deuda antes de impuesto se obtiene sumando las tasas de intereses y después se divide entre 6 que son el total de deuda y por ende las tasas de intereses que tiene la empresa; luego se multiplica por el escudo fiscal para obtener el costo de la deuda después de impuesto.

El costo de las acciones y las utilidades retenidas se basan en que son el rendimiento requerido por los inversionistas de mercado sobre las acciones. El cálculo lo hacemos en base a modelo de valuación de crecimiento constante tomando en cuenta que el pago de dividendos es constante en todos los años; es decir no existe tasa de crecimiento.



Cuadro No 15

| Costo de Capital promedio ponderado | | | | |
|---------------------------------------------------------|-----------------|---------|--------|--------|
| Estructura | | % | Costo | CCPP |
| Deuda a largo plazo | \$ 22738,278.00 | 45.909% | 4.271% | 1.96% |
| 7.875.290 acciones comunes con valor nominal \$0.01 c/u | \$ 78,752.90 | 0.159% | 16% | 0.03% |
| Acciones preferente, 1.000 acciones autorizadas, | \$ 10.00 | 0.000% | 16% | 0.00% |
| Utilidades no distribuida restringidas | \$ 21000,000.00 | 42.399% | 16% | 6.96% |
| Utilidades no distribuida | \$ 5712,299.00 | 11.533% | 16% | 1.89% |
| Total Patrimonio | \$ 49529,339.90 | 100.00% | | 10.84% |

Fuente: Elaboración Propia

Para obtener el costo de las acciones tomamos en cuenta el UPA este lo obtenemos de las notas a los estados financieros.

El UPA básica y UPA diluida y utilidad disponible para accionistas es de \$9,054,309 esto es dividido entre el número de acciones en circulación que son de 7,876,290 las comunes y las preferentes. (Ver Anexo No 2).

El valor resultante de la división anterior es dividido entre 7 que es el precio promedio de mercado de las acciones que fue tomado de las que se estiman serán los precios de mercados futuros según estudios de la empresa. (Ver Anexo No 3).

Tomando en cuenta lo anteriormente encontrado procedemos a calcular el CCPP que no es más que multiplicar la deuda porcentual por los costos hallados para cada una de la estructura de capital; dando una tasa de descuento del 10.84%.

Valorando la tasa estimada que se prevé será en el mercado y según proyecciones de la empresa la tasa de descuento es de 14.78% (Ver Anexo No 4).



Procedemos a elaborar el flujo de caja libre para luego descontarlos para ellos se tomó en cuenta los costos, gastos e ingresos antes proyectados.

Al proyectar el flujo de caja libre lo que queremos lograr es definir el saldo disponible para pagar a los accionistas y para cubrir el servicio de la deuda.

Luego de plantearnos los flujos de cada año descontaremos los flujos debido a que este método de valoración financiera, valora a la empresa por lo que será capaz de producir y no por lo que obtuvo en el pasado.

Estas estimaciones son lógicamente coherentes y para ello establecimos un horizonte realista guiadas por las actividades operativas obtenidas anteriormente y estableciendo parámetros de crecimiento año con año.



Cuadro No 16

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|----------------------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Ventas | \$ 129286,754.30 | \$ 142215,429.73 | \$ 156436,972.70 | \$ 172080,669.97 | \$ 189288,736.97 |
| (+)Ingresos Financieros | \$ 87,241.00 | \$ 95,965.10 | \$ 105,561.61 | \$ 116,117.77 | \$ 127,729.55 |
| (-)Costo de Venta | \$ 45105,175.50 | \$ 49615,693.05 | \$ 54577,262.36 | \$ 60034,988.59 | \$ 66038,487.45 |
| (-) Gastos Generales | \$ 64945,929.40 | \$ 71440,522.34 | \$ 78584,574.57 | \$ 86443,032.03 | \$ 95087,335.23 |
| (=)Margen Operativo Bruto(BAIT) | \$ 19322,890.40 | \$ 21255,179.44 | \$ 23380,697.38 | \$ 25718,767.12 | \$ 28290,643.83 |
| (-) Amortizacion y depreciacion | \$ 2169,955.05 | \$ 947,326.17 | \$ 1365,834.53 | \$ 964,185.82 | \$ 2879,861.11 |
| (=) Beneficio antes de impuesto e Intereses (BAIT) | \$ 17152,935.35 | \$ 20307,853.27 | \$ 22014,862.86 | \$ 24754,581.31 | \$ 25410,782.72 |
| (-) Impuestos | \$ 5145,880.61 | \$ 6092,355.98 | \$ 6604,458.86 | \$ 7426,374.39 | \$ 7623,234.82 |
| (=)Beneficio antes de Impuestos (BAT) | \$ 12007,054.75 | \$ 14215,497.29 | \$ 15410,404.00 | \$ 17328,206.91 | \$ 17787,547.91 |
| (-) Intereses | \$ 2423,900.60 | \$ 2666,290.66 | \$ 2932,919.73 | \$ 3226,211.70 | \$ 3548,832.87 |
| (=) Beneficio Neto(BDT) | \$ 9583,154.15 | \$ 11549,206.63 | \$ 12477,484.27 | \$ 14101,995.22 | \$ 14238,715.04 |
| (+) Amortizacion y depreciacion | \$ 2169,955.05 | \$ 947,326.17 | \$ 1365,834.53 | \$ 964,185.82 | \$ 2879,861.11 |
| (=) FCL | \$ 11753,109.20 | \$ 12496,532.80 | \$ 13843,318.80 | \$ 15066,181.03 | \$ 17118,576.15 |

Fuente: Elaboración propia

Cuadro No 17

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | |
|----------------------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| FCL | \$ 11753,109.20 | \$ 12496,532.80 | \$ 13843,318.80 | \$ 15066,181.03 | \$ 17118,576.15 | |
| Tasa de descuento 10.84% | 1.1084 | 1.22855056 | 1.361725441 | 1.509336478 | 1.672948553 | |
| Flujos Proyectados y Descontados | \$ 10603,671.23 | \$ 10171,769.24 | \$ 10166,013.20 | \$ 9981,989.60 | \$ 10232,577.76 | \$ 51156,021.03 |

Fuente: Elaboración propia



Los flujos de cajas proyectados y descontados dan un valor de \$51,156,021.03

Cálculo del valor residual patrimonial

Para calcular el valor residual valoramos que el Capital de la empresa no va a sufrir cambios en los cinco años proyectados; las reservas según políticas de empresas se mantiene el mismo durante los cinco años proyectados; y la utilidad es la obtenida en las proyecciones diagnosticando un aumento cada año del 10% de las utilidades anteriores.

Cuadro No 18

| | Reales | | Proyectados | | | | |
|-----------------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
| Utilidad neta del año | \$ 8539,924.00 | \$ 9054,309.00 | \$ 9959,739.90 | \$ 10955,713.89 | \$ 12051,285.28 | \$ 13256,413.81 | \$ 14582,055.19 |

Fuente: Elaboración propia

Cuadro No 19

| Año | Capital | Reservas | Resultado | Total |
|--------------------------------|-----------------------|----------------|-----------------|------------------------|
| 2015 | \$ 100,000.00 | \$ 1282,362.00 | \$ 9959,739.90 | \$ 11342,101.90 |
| 2016 | \$ 100,000.00 | \$ 1282,362.00 | \$ 10955,713.89 | \$ 12338,075.89 |
| 2017 | \$ 100,000.00 | \$ 1282,362.00 | \$ 12051,285.28 | \$ 13433,647.28 |
| 2018 | \$ 100,000.00 | \$ 1282,362.00 | \$ 13256,413.81 | \$ 14638,775.81 |
| 2019 | \$ 100,000.00 | \$ 1282,362.00 | \$ 14582,055.19 | \$ 15964,417.19 |
| Patrimonio Residual | \$ 15964,417.19 | | | |
| tasa de descuento 0.1084 | 1.672948553 | | | |
| Patrimonio Residual Descontado | \$ 9542,682.69 | | | |

Fuente: Elaboración propia



Valor de la empresa

Cuadro No 20

| | | | | |
|----------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|-----------------|----------------|------------------------|
| Valor de la empresa | Patrimonio neto inicial + Flujos proyectados y descontado +Patrimonio residual | | | |
| Valor de la empresa | \$ 19430,305.00 | \$ 51156,021.03 | \$ 9542,682.69 | \$ 80129,008.72 |

Fuente: Elaboración propia

Este es el precio que se pagaría por Grupo Britt, N.V Y Subsidiarias, considerando un crecimiento del 10% para cada año basado en información histórica de acuerdo a los estados financieros de la compañía y considerando la probabilidad de que dichos instrumentos financieros permanezcan constantes sin afectar la estructura de capital.

Con la realización del ejercicio podemos afirmar que el método de flujos descontados es el mejor método para la valoración de empresa; ya que tomamos en cuenta la capacidad que tiene la compañía BRITT para generar ingresos en el futuro tomando en cuenta el valor del dinero en el tiempo; este método nos permite tener un valor estimado de la empresa de \$80, 129,008.72 comparable en el mercado.

Método clásico

$V = A + (n \times B)$, donde:

A= Valor de activo neto

n= Coeficiente comprendido entre 1.5 y 3

B= Beneficio Neto

Valorando que las utilidades de la empresa crecerán en un 10% se obtiene un coeficiente de crecimiento del 1.61



En el caso concreto aplicaremos la fórmula para obtener el valor de la empresa en donde tendríamos los siguientes cálculos.

Cuadro No 21

| | Terreno | Edificio | Maquinaria y Equipo | Mobiliario y equipo | Vehículos | Moldes de empaque | Obras en proceso | Total Valor Inmobiliario |
|-----------------------------------|---------------|-----------------|---------------------|---------------------|----------------|-------------------|------------------|--------------------------|
| Saldo al 31 de diciembre del 2014 | \$5212,329.00 | \$ 18240,008.00 | \$ 7149,618.00 | \$ 12829,462.00 | \$ 1104,884.00 | \$ 754,024.00 | \$ 1540,943.00 | |
| Depreciación acumulada | | \$ 10101,697.00 | \$ 3431,134.00 | \$ 7115,293.00 | \$ 577,212.00 | \$ 549,770.00 | | |
| | \$5212,329.00 | \$ 8138,311.00 | \$ 3718,484.00 | \$ 5714,169.00 | \$ 527,672.00 | \$ 204,254.00 | \$ 1540,943.00 | \$ 25056,162.00 |

Fuente: Elaboración propia

Circulante Neto = Patrimonio Neto Contable – Valor Inmobiliario

Circulante Neto = \$19430,305.00 – \$25056,162.00

Circulante Neto = (\$5625,857.00)

Valor Activo Neto = Valor Neto Inmobiliario + Circulante Neto

Valor Activo Neto= \$ 25056,162.00 - \$5625,857 = \$ 19430,305.00

Beneficio Neto= \$9054,309.00

Valor de la Empresa= \$ 19430,305.00 + (\$9054,309.00* 1.61)

Valor de le Empresa= \$ 34007,742.49

Valor de la Empresa \$ 34007,742.49

Patrimonio Neto \$ 19430,305.00

Diferencia \$ 14577,437.49

Método valor contable

Activos menos pasivos exigibles es igual al patrimonio neto

\$ 75631,951.00 - \$ 56201,646.00 = \$ 19430,305.00



Valor de la empresa a través del método valor contable es de \$ 19430,305.00

Cuadro No 22 Comparación de métodos

| Métodos | Resultados | Observaciones |
|------------------------------|----------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Fondos de flujos descontados | \$80129,008.72 | Este método es el que más le resulta a la empresa para valorar debido a que toma en cuenta la capacidad e la empresa para generar efectivo en el futuro. |
| Clásico | \$34007,742.49 | Este método para valorar la empresa toma en cuenta sus activos netos y el valor de los intangibles en el mercado. |
| Valor contable | \$19430,305.00 | A través de este método se obtiene un valor menor de la empresa debido a que este método solo valora el capital contable de la compañía. |



Conclusiones del caso práctico

El modelo de valoración se realiza tomando los últimos estados financieros reales (2013-2014) y proyectados (2015-2019) de Grupo Britt, N.V Y Subsidiarias a cinco años; elaborando un flujo de caja y descontarlo a una tasa.

La tasa de descuento se calculó a través del modelo de valoración WACC.

Al realizar y comparar los tres métodos se concluye que el valor más alto y favorable de la empresa se obtuvo a través del método flujos descontados esto sucede debido a las características de cada método.

El método de valoración financiera flujos descontados valora la capacidad de la empresa para generar efectivos durante su vida posterior; el método clásico o goodwill basa su valoración en sus activos contables e intangibles; el método contable es el método más sencillo valora la empresa restando del activo los pasivos exigibles dando como resultado el patrimonio neto.

Se obtuvo un valor de \$80129,008.72 al valorar la empresa Grupo BRITT,N.V y subsidiaria a través del método flujo descontado y un valor de \$34007,742.49 a través del método clásico y un valor de \$19430,305 a través del método de valor contable.

Cabe destacar que si la compañía contempla en el futuro realizar un cambio en la estructura de su capital, la tasa de descuento cambiaría provocando así un aumento o disminución del valor de la compañía.

Al estudiar los estados financieros auditados y proyectar los flujos futuros por cinco años, la compañía podría tener riesgo de recuperación de crédito; ya que las ventas al crédito son



mayores que las entradas de efectivo lo cual se recomienda a la compañía elaborar un plan estratégico para reducir sus cuentas por cobrar por ende reducir su riesgo de crédito.

Al recuperar la cartera, la compañía evita el riesgo de liquidez; debido a que sus ventas son mayormente en establecimientos comerciales lo que no genera un alto flujo de efectivo inmediato esto provocará que la empresa no tenga la solvencia necesaria para solventar las deudas a corto plazo que son representativas en el estado de posición financiera.

Finalmente una estrategia de incrementación en las ventas; así como disminuir costos y gastos ayudarían a la empresa a aumentar sus flujos por ende sus ganancias.



VI. Conclusiones

Se conoció las generalidades de las finanzas para adquirir mayores conocimientos y dominio del tema.

Se identificó la importancia de la valoración financiera para saber las razones y objetivos que motivan a realizar la valoración. También se identificó los diferentes métodos de valoración financiera para conocer el valor estimado de esta y así poder tomar decisiones gerenciales.

Se profundizo flujos descontados para la valoración de empresas; este método se define como el método más razonable para llegar al valor de la empresa es el método de flujos de fondos descontados, ya que este método evalúa la capacidad de la empresa para generar ingresos y la capacidad de mantenerse en el mercado. Este método es aplicado por diferentes especialistas y el resultado de la valoración puede arrojar diversos resultados, esto no significa que el método se aplicó incorrectamente; sino que depende del criterio de cada especialista y del motivo por el cual se realiza la valoración.

Se efectuó la valoración de la empresa Grupo Britt, N.V Y Subsidiarias con el fin de conocer su valor estimado tomando en consideración del valor del dinero en el tiempo y el valor de los instrumentos financieros en el mercado.

Hemos cumplido con el propósito de este trabajo; el cual ha sido obtener a través de un modelo financiero el valor de la empresa Grupo Britt, N.V Y Subsidiarias.



VII. Bibliografía

- BIBING. (s.f). *Antecedentes históricos*. Recuperado el día 25 de Noviembre de 2015 desde el sitio de internet <http://bibing.us.es/proyectos/abreproy/3878/fichero/Desarrollo+teorico.pdf>
- Azofra, V. (1987), *Sobre el análisis financiero y su nueva orientación*. Recuperado el día 15 de Noviembre de 2015 desde el sitio de internet <file:///C:/Users/ACER%20GEMELAS/Downloads/Dialnet-SobreElAnalisisFinacieroYSuNuevaOrientacion-789667.pdf>
- iMorales, A. (2004). *PYMES Financiamiento, inversión y administración de riesgos*. 2da edición. México; Editorial Gasca Sicco.
- Price Water House Coopers. (2003). *Guía de Valoración de Empresas*. España. Editorial Prentice Hall. Recuperado el día 20 de Noviembre de 2015 desde el sitio de internet: <http://maxmoneygames.com/taller/articuloagenda2010.pdf>
- Tascon, T. (s, f), *De la Valoración Contable a la Valoración Financiera de la Empresa*.
- Galindo, A. (s, f). *Fundamentos de Valoración de empresa*.
- Volkart, Rudolf, *Shareholder Value & Corporate Valuation, Versus*, Suiza, 199
- Chiavenato, A. (1989). *Introducción a la teoría general de la administración*. 3ra. Edición. Bogotá, Mc Graw Gill.
- Fernández, P. (2008). *Métodos de Valoración Financiera*.
- Anónimo. (s,f). *Razones Financieras*. Recuperado el día 24 de Noviembre de 2015. Desde el sitio de internet <http://www.dcb.unam.mx/users/isabelpaj/web/asignaturas/archivos/finan/Razones%20Financieras.pdf>



VIII. Anexos



Anexo No 1 Instalaciones de la empresa Grupo BRITT





Anexo No 2 Notas a los Estados Financieros

Nota 22

| | 2014 | | | 2013 | | |
|----------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|-----------|----------|-------------|-----------|----------|
| | Utilidad | Acciones | UPA | Utilidad | Acciones | UPA |
| UPA básica y UPA diluida y disponibilidad disponible a los accionistas comunes y preferentes | \$9,054.309 | 7,843,656 | \$1.1544 | \$8,539,924 | 8,443,925 | \$1.0114 |



Anexo No 3 Notas a los Estados Financieros

Nota 17

Los datos usados en la medición de valores razonables a la fecha de concesión de los planes de pagos basados en acciones son los siguientes:

| | |
|-------------------------------------------|-------------|
| Valor razonable a la fecha de concesión | US\$ 0.2594 |
| Precio por acción a la fecha de concesión | US\$ 6.50 |
| Precio de ejecución | US\$7.50 |
| Volatilidad esperada | 13.92% |
| Plazo de la opción | 4 Años |
| Dividendos | 3.00% |
| Tasa de interés libre de tiempo | 1.89% |

Anexo No 4 Notas a los Estados Financieros

Nota 10

| | |
|-----------------------------------------|---------------------------------------|
| Prueba del deterioro del valor | Gastos de operación: 42.20% sobre las |
| Tasa de descuento: 14.78% | ventas |
| Tasa de crecimiento de los ingresos: 6% | Capex: US\$ 875,000 |
| Costo de ventas: 35% de las ventas | Capital de trabajo: 18.20% |