

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL ECUADOR
FACULTAD DE ECONOMÍA Y GESTIÓN EMPRESARIAL

**TRABAJO DE TITULACIÓN PREVIO A LA OBTENCIÓN DEL TÍTULO DE
MÁSTER EN FINANZAS – MENCIÓN EN DIRECCIÓN FINANCIERA**

PROYECTO DE DESARROLLO

**PROPUESTA DE UNA ESTIMACIÓN DEL VALOR INTRÍNSECO DE UNA
EMPRESA NO COTIZADA EN LA BOLSA DE VALORES DE ECUADOR: EL
CASO DE UNA EMPRESA MULTINACIONAL DE ALIMENTOS EN EL
CONTEXTO ECONÓMICO ECUATORIANO**

DIEGO ANDRES AGUIRRE NARANJO

DIRECTOR: MG. MARIO FERNANDO GAMBOA RECALDE

LINEA DE INVESTIGACIÓN: FINANZAS Y MERCADO DE CAPITALES

QUITO, FEBRERO - 2026

Resumen ejecutivo.

La valoración de empresas en Ecuador enfrenta desafíos significativos debido a la volatilidad económica, la limitada profundidad del mercado financiero y el impacto directo del Riesgo País en el costo de capital. En el caso específico de la Compañía multinacional de alimentos analizada, la estructura de capital presenta una alta dependencia de pasivos (papel comercial y préstamos), donde la deuda absorbe casi la totalidad del valor de la empresa, comprometiendo la generación de valor real para los accionistas y la flexibilidad financiera ante choques externos.

En este contexto se aplicó una metodología técnica basada en el Descuento de Flujos de Caja Libres (DCF), ajustada al contexto macroeconómico local. El modelo integra proyecciones de eficiencia operativa, gestión de Necesidades Operativas de Fondos (NOF) y el cálculo de un WACC que incorpora adecuadamente la prima por riesgo país, permitiendo determinar un valor intrínseco que refleje la capacidad de generación de liquidez de la compañía bajo escenarios controlados.

El estudio concluye que, aunque la Compañía analizada mantiene una sólida eficiencia operativa y lealtad de marca, su valoración está fuertemente presionada por el costo de la deuda y el entorno macroeconómico. Se recomienda una reestructuración financiera que incluya la capitalización de pasivos para equilibrar el balance y una mejora en la calificación crediticia. Asimismo, es imperativo optimizar el capital de trabajo atrapado en inventarios y mantener la inversión en CAPEX sostenible para proteger el valor terminal, que constituye la mayor parte de la valoración económica de la firma.

Abstract.

Business valuation in Ecuador faces significant challenges due to economic volatility, limited financial market depth, and the direct impact of Country Risk on the cost of capital. In the specific case of the multinational food company analyzed, the capital structure shows a high dependency on liabilities (commercial paper and loans), where debt absorbs almost the entire value of the company, compromising real value generation for shareholders and financial flexibility in the face of external shocks.

In this context, a technical methodology based on Discounted Free Cash Flow (DCF) was applied, adjusted to the local macroeconomic environment. The model integrates operational efficiency projections, management of Operating Working Capital Needs (WCN), and a WACC calculation that appropriately incorporates the country risk premium, allowing for the determination of an intrinsic value that reflects the company's liquidity generation capacity under controlled scenarios.

The study concludes that, although the analyzed Company maintains solid operational efficiency and brand loyalty, its valuation is heavily pressured by the cost of debt and the macroeconomic environment. A financial restructuring is recommended, including the capitalization of liabilities to balance the balance sheet and an improvement in the credit rating. Furthermore, it is imperative to optimize working capital trapped in inventories and maintain sustainable CAPEX investment to protect the terminal value, which constitutes the largest part of the firm's economic valuation.

Introducción.

La valoración de empresas constituye una herramienta fundamental en el ámbito de las finanzas corporativas, siendo el eje central para la toma de decisiones estratégicas, procesos de inversión, fusiones y adquisiciones. No obstante, en el mercado ecuatoriano, la valoración presenta desafíos particulares debido a que una gran parte de las organizaciones privadas no cotizan en la bolsa de valores, lo que limita la disponibilidad de precios de mercado observables y requiere de metodologías técnicas adaptadas a la realidad local.

El problema central de este trabajo se enfoca en la dificultad de determinar de manera técnica y contextualizada el valor económico real de empresas que, pese a su relevancia operativa, carecen de una cotización bursátil en Ecuador. En este escenario, surge la oportunidad de analizar a una multinacional líder en el sector de alimentos con presencia en el país. La importancia de este análisis radica en que permite superar las limitaciones de métodos comparativos superficiales, ofreciendo una guía replicable y técnica para consultores, directivos e inversionistas en economías emergentes.

El objetivo general de este proyecto es proponer una estimación del valor intrínseco de dicha empresa multinacional de alimentos, aplicando el enfoque de valoración fundamental. Para lograrlo, se ha elegido la aplicación del análisis fundamental así como del uso del modelo de Flujos de Caja Descontados (DCF), complementado con un análisis riguroso de indicadores financieros y del entorno macroeconómico. Esta

elección se justifica por ser la metodología que mejor captura la capacidad de la empresa para generar beneficios futuros sostenibles, ajustados por su perfil de riesgo específico mediante el cálculo del costo de capital (WACC).

En cuanto al enfoque metodológico, la investigación es de carácter cuantitativo, descriptivo y aplicado. Se emplea un método deductivo que parte de la teoría financiera hacia la aplicación práctica, utilizando técnicas de análisis documental y modelos financieros desarrollados a partir de los estados financieros presentados ante la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

Como resultado de este proceso, se espera hallar un valor intrínseco que refleje los fundamentos operativos y financieros de la compañía, permitiendo concluir sobre su posición competitiva frente a la industria. Finalmente, el estudio ofrece recomendaciones estratégicas basadas en la sensibilidad del valor ante variables económicas clave en el contexto ecuatoriano, orientando futuras decisiones de inversión y gestión financiera.

Índice

1. METODOLOGÍAS PARA UNA VALORACIÓN DE EMPRESAS EN EL CONTEXTO ECUATORIANO	8
1.1. Introducción a la valoración de empresas	8
1.2. Importancia de la valoración en mercados emergentes.....	10
1.3. Principales metodologías de valoración de empresas	12
1.4. Enfoque fundamental como base de la valoración.....	15
1.5. Consideraciones finales del capítulo.....	19
2. ANÁLISIS DEL ENTORNO Y ANTECEDENTES DE LA EMPRESA ANALIZADA	20
2.1. Contexto macroeconómico del Ecuador.....	20
2.1.1. Crecimiento económico.	21
2.1.2. Inflación.	21
2.1.3. Política fiscal y apoyo internacional.	22
2.1.4. Estabilidad monetaria y tipo de cambio (dolarización).	23
2.1.5. Desafíos estructurales y contextuales (crisis eléctrica 2024).....	23
2.1.6. Precios de materias primas (commodities).	24
2.2. Panorama del sector de alimentos y bebidas	26
2.2.1. Tamaño de mercado y desempeño reciente.	26
2.2.2. Tendencias de consumo y canales.	27
2.2.3. Marco regulatorio relevante.....	28
2.2.4. Barreras de entrada.....	29
2.2.5. Nivel de competencia y estructura competitiva.	30
2.3. Tendencias globales relevantes para el sector	30
2.4. Análisis PESTEL aplicado a la empresa multinacional de alimentos en Ecuador	32
2.5. Análisis de las cinco fuerzas de Porter	34
2.6. Conclusiones del análisis del entorno	37
3. EVALUACIÓN DE LOS PRINCIPALES RATIOS FINANCIEROS.....	39
3.1. Análisis y determinación de indicadores financieros.....	39
3.2. Comparación con el promedio del sector alimenticio.....	46
3.3. Tendencias históricas y proyecciones razonadas.	53
3.4. Análisis de sensibilidad.....	59
3.5. Conclusiones interpretativas.....	62
4. APLICACIÓN DEL MODELO DE FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS (DCF)..	64
4.1. Supuestos y premisas del modelo.....	64
4.1.1. Horizonte de Proyección y Valor Terminal.	64
4.1.2. Premisas macroeconómicas.	66

4.1.3.	<i>Supuestos operativos (Drive de ingresos y costos).....</i>	67
4.1.4.	<i>Estructura de Capital y Tasa de Descuento (WACC).....</i>	67
4.2.	Determinación del Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC)	68
4.2.1.	<i>Introducción y fundamentos del Costo de Capital.....</i>	68
4.3.	Cálculo del valor intrínseco mediante DCF: Enterprise Value y Componentes	72
4.4.	Determinación del Valor del Patrimonio (Equity Value).....	76
4.5.	Conclusiones interpretativas	78
5.	ANÁLISIS DE RESULTADOS Y CONCLUSIONES DE LA VALORACIÓN	81
5.1.	Comparación entre el valor calculado y valor de mercado	81
5.2.	Interpretación de resultados: El Enterprise Value como síntesis del análisis fundamental	84
5.3.	Discusión y validación con base a la teoría	86
5.4.	Análisis de la Transición del Enterprise Value al Equity Value	89
5.5.	Recomendaciones para inversionistas y tomadores de decisiones	90
	CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	94
	Referencias:	98

1. METODOLOGÍAS PARA UNA VALORACIÓN DE EMPRESAS EN EL CONTEXTO ECUATORIANO

1.1. Introducción a la valoración de empresas

La valoración de empresas constituye un proceso esencial dentro de las finanzas corporativas, pues permite estimar el valor económico de una organización, sirviendo como base para la toma de decisiones estratégicas, fusiones y adquisiciones, planes de inversión y procesos de financiamiento. (Damodaran, 2012)

En el contexto ecuatoriano, la valoración adquiere relevancia ante la creciente necesidad de atraer capital extranjero y optimizar los recursos en mercados emergentes caracterizados por volatilidad y limitada profundidad financiera (Melo & Torres, 2018). Además, realizar este proceso, toma importancia para los accionistas en momentos donde necesitan realizar la venta de la empresa o, inclusive, para conocer su salud financiera y oportunidades de mercado que se pueden aprovechar, por lo cual, es necesario conocer los factores que se deben tomar en cuenta para realizar este proceso.

A continuación, se detallan ciertos ejemplos emblemáticos de valoración en Ecuador en los que se han generado en los últimos años:

- Telefónica Ecuador (Movistar):

En junio de 2025, Telefónica vendió el 100 % de su filial en Ecuador (Otecel S.A.), operando como Movistar, al grupo luxemburgués Millicom (Tigo) por USD 380 millones.

La transacción refleja la valoración del flujo de caja, la participación de mercado (28 % con uno 5 millones de clientes) y el entorno competitivo frente a otros operadores como Claro y CNT.

- Nestlé Ecuador (línea de jugos y lácteos a través de la filial Ecuajugos S.A.):

En marzo de 2024, Nestlé llegó a un acuerdo con Grupo Gloria para la venta de su negocio de jugos y lácteos en Ecuador, operado por Ecuajugos S.A.

La transacción, aprobada en diciembre de 2024 y efectiva desde el 1 de enero de 2025, incluyó fábricas y marcas como La Vaquita, Yogu Yogu, Natura, Cereavena y Huesitos, junto al licenciamiento de las marcas La Lechera y Svelty.

- Corporación GPF – Fybeca y Sana Sana (FEMSA):

A finales de 2018, FEMSA Comercio, a través de su subsidiaria Socofar, adquirió el 100 % de la Corporación GPF (operadora de las cadenas Fybeca y Sana Sana) en Ecuador, una de las mayores transacciones de fusiones y adquisiciones del país.

El grupo operaba más de 620 puntos de venta y reportó ingresos combinados alrededor de USD 490 millones en 2017.

- Grupo Bimbo – Supán:

En julio de 2014, Grupo Bimbo adquirió la panificadora ecuatoriana Supán S.A., con presencia en Guayaquil y Quito, consolidando su posición en el mercado local de panificados y marcas como Grilé, Braun y Dulzones.

1.2. Importancia de la valoración en mercados emergentes

En economías emergentes, como la ecuatoriana, la valoración de empresas enfrenta retos particulares, entre ellos la escasez de información confiable, la inestabilidad macroeconómica y la alta dependencia de sectores primarios. Estos factores obligan a los analistas y consultores financieros a realizar ajustes que reflejen adecuadamente el riesgo país, la estructura de capital y la capacidad de generación de flujo de efectivo (Pérez, 2020).

Además, la falta de mercados de capital desarrollados limita el uso de métodos puramente de mercado, lo que incrementa la importancia de enfoques basados en fundamentos internos de la empresa.

La valoración de empresas cobra una importancia particular en mercados emergentes debido a varios factores estructurales y económicos. En estos entornos, la incertidumbre y volatilidad son mayores, lo que exige procesos de valoración más cuidadosos y ajustados.

Entre los principales factores se destacan los siguientes:

- **Alta volatilidad macroeconómica:** En países como Ecuador, la economía puede verse afectada por choques externos, dependencia de commodities (como petróleo, banano o camarón) y cambios en políticas fiscales como se han venido generando a lo largo de los años, sobre todo, cuando existe un cambio de gobierno.
- **Mercados de capital poco desarrollados:** Las bolsas de valores locales suelen ser poco dinámicas y no cuentan con gran cantidad de empresas registradas, dificultando así el uso de metodologías comparativas.

- Riesgo país y dificultades de financiamiento: El riesgo país elevado impacta directamente en la tasa de descuento utilizada en los modelos de flujos de caja descontados, encareciendo el capital.
- Relevancia en procesos de fusiones y adquisiciones (M&A – por sus siglas en inglés): Las multinacionales que ingresan a estos mercados requieren valoraciones sólidas para tomar decisiones informadas, como lo demuestran casos recientes en Ecuador (Movistar, Fybeca, Supán).

Por otro lado, los métodos tradicionales de valoración, especialmente el enfoque fundamental, deben adaptarse a las características particulares de estos mercados.

Algunas de las principales adaptaciones incluyen:

- Ajustes al CAPM: Incorporación de primas de riesgo país y sectorial para calcular el costo de capital con mayor precisión.
- Escenarios conservadores en proyecciones: Las proyecciones de ingresos, márgenes y crecimiento suelen ser más prudentes ante la incertidumbre regulatoria o económica.
- Uso de comparables regionales: Ante la escasez de datos de empresas locales, se recurre a múltiplos de compañías similares en la región andina, latinoamericana o inclusive a nivel global, mediante información proporcionado por plataformas de alta relevancia como Bloomberg.
- Consideración de riesgos cualitativos: Aspectos como estabilidad política, seguridad jurídica o facilidad para hacer negocios (Ease of Doing Business) son integrados cualitativamente en la valoración.

En Ecuador, estas adaptaciones han sido fundamentales en valoraciones recientes que, como se detalló anteriormente, corresponden a las siguientes:

- Telefónica Ecuador (Movistar): El valor de la operación con Millicom consideró el contexto competitivo local y la rentabilidad en un entorno de penetración móvil casi total.
- Fybeca – FEMSA: El valor de red de farmacias se sustentó en su posicionamiento de marca, logística y presencia nacional, no solo en su EBITDA.
- Supán – Grupo Bimbo: La valoración incluyó activos intangibles como el valor de marca, experiencia operativa y canales de distribución, además de los activos fijos.

1.3. Principales metodologías de valoración de empresas

Existen diversas metodologías para la valoración de empresas, las cuales pueden clasificarse en tres grandes enfoques (Damodaran, *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, 2012); (Fernández, 2019):

1. Enfoque de mercado: Basado en múltiplos y comparables de empresas similares:

Este enfoque estima el valor de una empresa a partir del análisis de otras compañías similares que cotizan en el mercado. Se basa principalmente en el uso de múltiplos comparables, como:

- EV/EBITDA (Valor de la empresa / EBITDA)
- P/E (Price/Earnings)
- P/BV (Price/Book Value)
- EV/Sales

Es un método muy utilizado por su simplicidad y rapidez, pero presenta limitaciones importantes:

- Requiere la existencia de un mercado bursátil profundo, lo cual no se da en Ecuador.
- Supone que las empresas comparables tienen una estructura similar (riesgo, tamaño, crecimiento).
- Ignora factores cualitativos, como el entorno regulatorio, el talento humano, ventaja competitiva, reputación y marca, entre otros.

Este enfoque es útil cuando se dispone de buenos comparables y en procesos de fusiones y adquisiciones preliminares.

2. Enfoque de ingresos: Considera los flujos de caja futuros descontados al presente.

Se basa en la premisa de que el valor de una empresa equivale al valor presente de los beneficios futuros esperados, y se puede aplicar mediante:

- Modelo de flujos de caja descontados (DCF):
 - Flujo de caja libre a la empresa (FCFF): también conocido como flujo de caja libre sin apalancamiento, corresponde al efectivo disponible para su distribución después de que una empresa cubre sus gastos de depreciación, impuestos, capital de trabajo e inversiones. Como indicador crucial de rentabilidad, el FCFF ayuda a medir la salud financiera de una empresa después de todos los gastos y reinversiones. También destaca el efectivo que una empresa puede devolver a sus inversores a través de dividendos, recompras de acciones o pagos de deuda, lo que lo convierte en un punto de referencia esencial para el análisis financiero.

- Flujo de caja libre al capital (FCFE): comúnmente conocido como flujo de caja libre apalancado, es una medida de cuánto efectivo está disponible para los accionistas de una empresa después de que se pagan todos los gastos, la reinversión y la deuda. FCFE es una medida del uso del capital social.
- Modelos de dividendos descontados (para empresas que pagan dividendos de forma constante)

Los elementos claves que se requieren son:

- Proyección realista de ingresos, costos y capex
- Determinación del costo de capital (WACC)
- Cálculo del valor residual (horizonte infinito o perpetuo)
- Ajustes por riesgo país, inflación y otras variables macroeconómicas

Este método es el más completo y flexible, ya que permite personalizar la valoración para el contexto de cada empresa y país. Adicionalmente, se alinea con el análisis fundamental, ya que considera los fundamentos internos de la empresa, en lugar de depender del comportamiento del mercado o del valor contable.

3. Enfoque de activos: Evalúa el valor patrimonial neto ajustado de la empresa.

Este enfoque valora a la empresa por la suma de sus activos netos, ajustados a su valor de mercado. Puede aplicarse bajo dos metodologías:

- Valor contable ajustado: activos menos pasivos, con ajustes por revaluación.
- Valor de liquidación: cuánto valdría si se vendieran los activos individualmente.

Se utiliza comúnmente en:

- Empresas en dificultades o en liquidación
- Negocios intensivos en activos fijos (inmobiliarios, industriales)
- Casos donde no hay generación de valor operativo

Sus principales limitaciones son:

- Ignora el potencial de generación futura de ingresos
- Subestima activos intangibles clave (marca, tecnología, know-how)

Es útil como valor mínimo de referencia o en procesos legales.

1.4. Enfoque fundamental como base de la valoración

El enfoque fundamental constituye el eje central de la presente investigación, ya que busca determinar el valor intrínseco de la empresa a partir de su capacidad de generar flujos de caja sostenibles, considerando factores financieros, económicos y operativos propios de su actividad. Este enfoque parte de un análisis profundo de los estados financieros, la posición competitiva de la empresa, el entorno macroeconómico y las perspectivas de crecimiento (Pinto, Henry, Robinson, & Stowe, 2020).

En el caso ecuatoriano, la aplicación del enfoque fundamental requiere una adecuada estimación del riesgo país y la incorporación de supuestos realistas sobre la evolución de la economía local, la inflación y el acceso al financiamiento.

Asimismo, permite ofrecer una valoración más precisa en contextos donde la información de mercado es limitada.

A continuación, se detalla los procesos de análisis que abarcan en el análisis fundamental:

a) Análisis del Negocio

En esta etapa se busca entender el entorno económico, sectorial y competitivo de la empresa.

Incluye el análisis del modelo de negocio, ventajas competitivas, barreras de entrada, regulaciones, mercado objetivo y posición en la industria. También se consideran factores externos como el ciclo económico, políticas gubernamentales y cambios tecnológicos que puedan afectar su operación.

b) Análisis Contable

Se revisa la calidad de la información financiera: políticas contables, normas utilizadas (NIIF, US GAAP), ajustes necesarios para normalizar la contabilidad y eliminar distorsiones. Es fundamental garantizar que los estados financieros reflejen la realidad económica de la empresa antes de analizarlos financieramente. También se identifican cuentas clave que requieren atención, como ingresos diferidos, deterioro de activos, provisiones y contingencias.

c) Análisis Financiero

Consiste en evaluar el desempeño histórico de la empresa a través del análisis vertical y horizontal de los estados financieros, así como el cálculo e interpretación de ratios financieros de rentabilidad, liquidez, eficiencia y endeudamiento. Se identifican fortalezas y debilidades, y se evalúa la capacidad de generación de valor, rentabilidad sobre el capital invertido (ROIC) y márgenes operativos.

d) Proyecciones

En esta fase se construyen los estados financieros proyectados (estado de resultados, balance general, flujo de caja) con base en supuestos razonables y realistas. Se consideran tendencias históricas, condiciones del mercado, estrategia de la empresa y variables macroeconómicas. Las proyecciones pueden abarcar entre 3 a 10 años, dependiendo del horizonte de análisis, y son la base para calcular los flujos de caja futuros esperados.

e) Valoración

Utilizando los flujos proyectados, se calcula el valor intrínseco de la empresa mediante métodos como el flujo de caja descontado (DCF). Este proceso implica: estimar el WACC o el costo del capital propio, descontar los flujos al valor presente, determinar el valor terminal y ajustar por deudas o activos no operativos. El resultado refleja el valor económico de la empresa desde una perspectiva fundamental, desligada de valoraciones especulativas del mercado.

f) Comercialización

Este paso se refiere a cómo los resultados de la valoración son utilizados o comunicados en el mercado. Puede incluir:

- La presentación de informes de valoración a potenciales inversionistas o compradores.
- La toma de decisiones estratégicas de adquisición, venta o emisión de acciones.
- La incorporación del valor estimado en procesos de negociación, financiamiento o reestructuración.

1.4.1. Casos de aplicación del enfoque fundamental.

En cada uno de los siguientes ejemplos, el enfoque fundamental se centra en analizar:

- Flujos de caja históricos y proyectados, considerando márgenes operativos y riesgo país.
- Participación de mercado y activos productivos, como cadena de distribución, infraestructura industrial o red de tiendas.
- Estrategia corporativa y factores externos, como la dolarización de la economía ecuatoriana, regulaciones y competencia.

Por ejemplo:

- En el caso de Telefónica, la valoración se habría basado en los flujos de caja descontados al valor presente ajustados por riesgo, sector y proyecciones de suscriptores.
- En Nestlé/Ecuajugos, el valor también incluye activos tangibles (plantas en Cayambe) y licencias de marca con potencial de franquicia y reinversión.
- En FEMSA/Fybeca, la valoración habría involucrado el valor comercial de una red de 620 farmacias, ingresos recurrentes y potencial de expansión regional.

A continuación, se detallan las principales lecciones clave para el mercado ecuatoriano:

- Las valoraciones reflejan no solo los activos monetarios, sino también activos intangibles (marcas, licencias, red de clientes).
- El enfoque fundamental permite incorporar variables macroeconómicas (inflación, variación del tipo de cambio, riesgo país) específicas del contexto ecuatoriano.
- En mercados con información limitada, este método brinda mayor flexibilidad y precisión frente a la valoración basada solo en múltiplos de empresas comparables.

1.5. Consideraciones finales del capítulo

En este capítulo se han presentado las metodologías de valoración de empresas aplicables al contexto ecuatoriano, destacando la relevancia del enfoque fundamental como la herramienta más adecuada para reflejar el valor intrínseco en mercados emergentes ya que, este enfoque, considera no únicamente factores cuantitativos, sino también cualitativos lo cual, es relevante para determinar la valoración de una empresa. Este marco metodológico servirá de base para el análisis financiero, económico y operativo de la empresa objeto de estudio en los capítulos posteriores, donde se aplicará el modelo de flujos de caja descontados ajustado a las condiciones locales.

2. ANÁLISIS DEL ENTORNO Y ANTECEDENTES DE LA EMPRESA

ANALIZADA

Este capítulo tiene como objetivo contextualizar la situación económica y sectorial en la que opera la empresa multinacional de alimentos con sede en Ecuador, con el fin de sentar las bases para una adecuada interpretación de los resultados financieros y estratégicos que se analizarán en los capítulos posteriores. Así también, se busca comprender los factores externos que influyen en la dinámica de la empresa, así como las oportunidades y amenazas que enfrenta dentro del entorno macroeconómico y del sector de alimentos y bebidas.

2.1. Contexto macroeconómico del Ecuador

En 2024, la economía ecuatoriana se contrajo un 2%, pero se proyecta una recuperación gradual en 2025, con un crecimiento estimado entre 1,9% y 2,8%. La inflación permanece controlada (por debajo del 1 %), gracias a la estabilidad cambiaria derivada de la dolarización y el respaldo del FMI. No obstante, el país enfrenta desafíos estructurales como la crisis eléctrica reciente, que complicó la operación de empresas en sectores sensibles como la alimentaria. Si bien esta crisis no se ha mantenido para el año 2025, el gobierno nacional debe analizar la implementación de medidas que mitiguen estas clases de riesgos que afectan a la producción nacional de diferentes industrias.

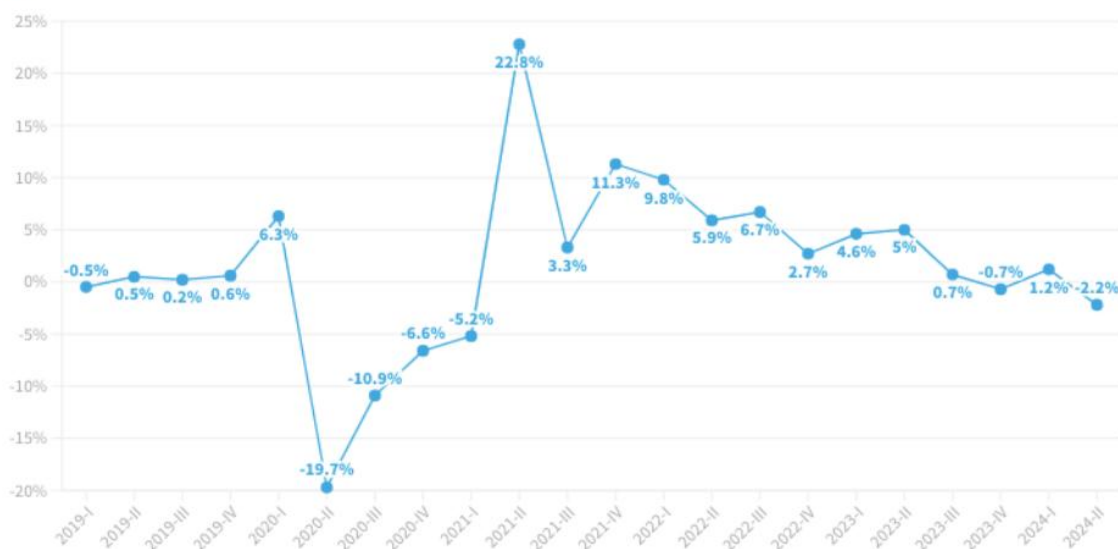
2.1.1. Crecimiento económico.

De acuerdo con el Banco Central del Ecuador, la economía ecuatoriana registró un crecimiento del PIB del 2,4 % en 2023. En 2024, el Fondo Monetario Internacional (FMI) estimó una contracción del 2,0 %, mientras que para 2025 el BCE proyecta un crecimiento del 2,8 %. El FMI, por su parte, prevé un crecimiento alternativo de 1,7 % para el mismo año. Estos valores reflejan una recuperación moderada después de un año de contracción, impulsada por la mejora en el suministro eléctrico y una relativa estabilidad política.

Evolución del PIB de Ecuador

Deslice el cursor sobre el gráfico para visualizar las cifras

■ Variación interanual



Evolución de PIB de Ecuador **Figura 1.**

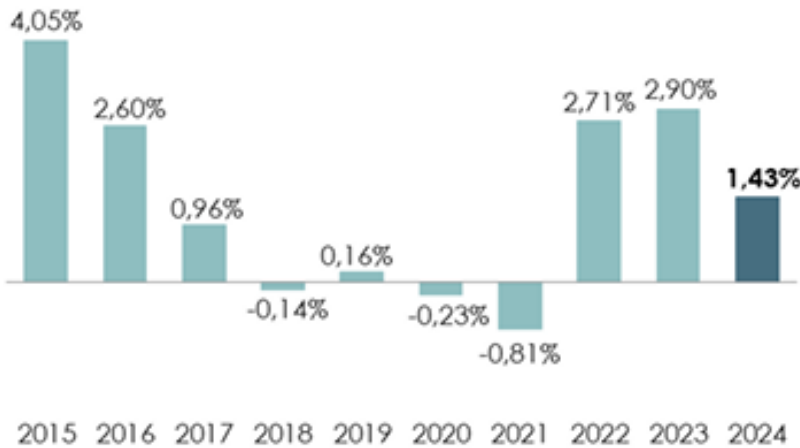
Fuente: Revista Primicias.

2.1.2. Inflación.

De acuerdo con el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC), la inflación en Ecuador se ha mantenido controlada en 2025, con niveles históricamente bajos. En julio de 2024, la variación interanual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) fue de 1,57

%, en enero de 2025 fue de 0,26 % y en julio de 2025 alcanzó 0,72 %. Esta estabilidad se atribuye principalmente al régimen de dolarización y a la baja presión inflacionaria de los mercados internacionales.

Inflación del Ecuador de los años 2015 al 2024:



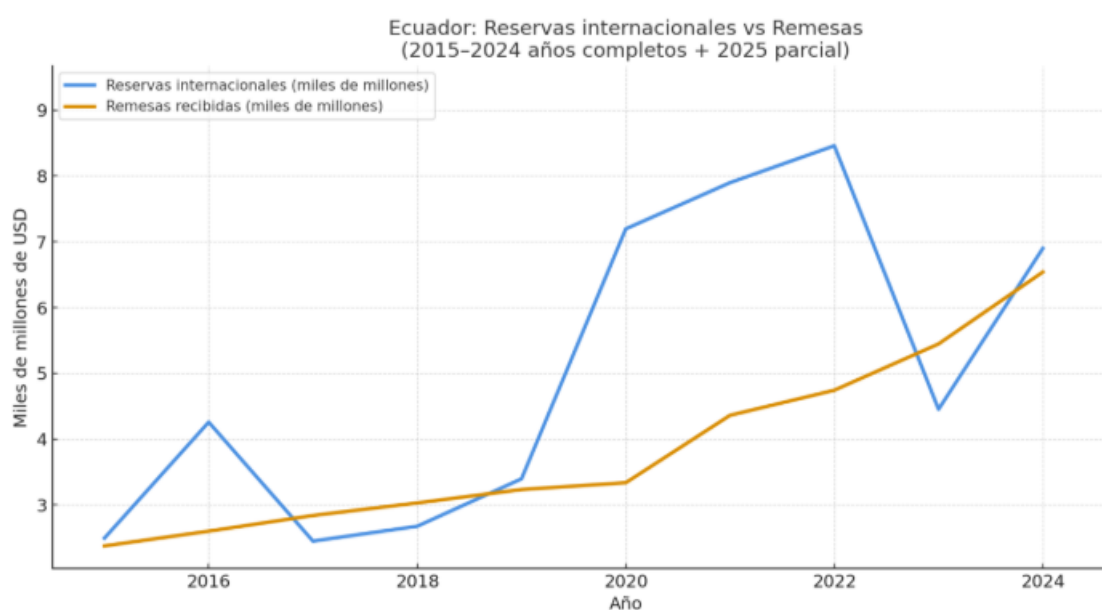
Inflación del Ecuador **Figura 2.**
Fuente: INEC.

2.1.3. Política fiscal y apoyo internacional.

De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), el déficit fiscal global del Sector Público No Financiero (SPNF) fue de -1,3 % del PIB en 2024, con una proyección de reducción a -0,9 % en 2025 y -0,1 % en 2026, según el FMI. Estos avances están respaldados por el acuerdo de Facilidad Extendida (EFF) con el FMI, cuyo monto pasó de 4.000 millones de dólares en 2024 a 5.000 millones en 2025, tras una ampliación acordada en junio de 2025. Este financiamiento busca fortalecer la sostenibilidad fiscal y apoyar políticas sociales focalizadas.

2.1.4. Estabilidad monetaria y tipo de cambio (dolarización).

Ecuador mantiene el régimen de dolarización desde el año 2000, lo que ha permitido una estabilidad cambiaria sostenida. Las reservas internacionales del Banco Central del Ecuador aumentaron de USD 6.899,5 millones en diciembre de 2024 a USD 7.729 millones en marzo de 2025, fortaleciendo la liquidez del sistema financiero y respaldando la confianza en la dolarización.



Evolución reciente de las reservas internacionales **Figura 3.**

Fuente: Banco Central del Ecuador.

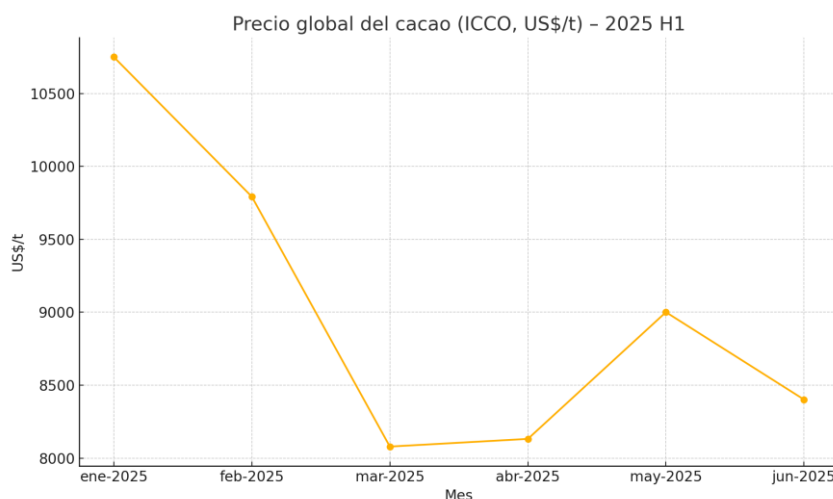
2.1.5. Desafíos estructurales y contextuales (crisis eléctrica 2024).

En 2024, Ecuador enfrentó una crisis eléctrica debido a una sequía prolongada que redujo drásticamente la generación hidroeléctrica. Los racionamientos de electricidad causaron pérdidas estimadas en USD 1.916 millones, afectando especialmente a la industria y al

comercio. Este evento evidenció la necesidad de diversificar la matriz energética y mejorar la resiliencia del sistema. (Diario El Universo, 2025)

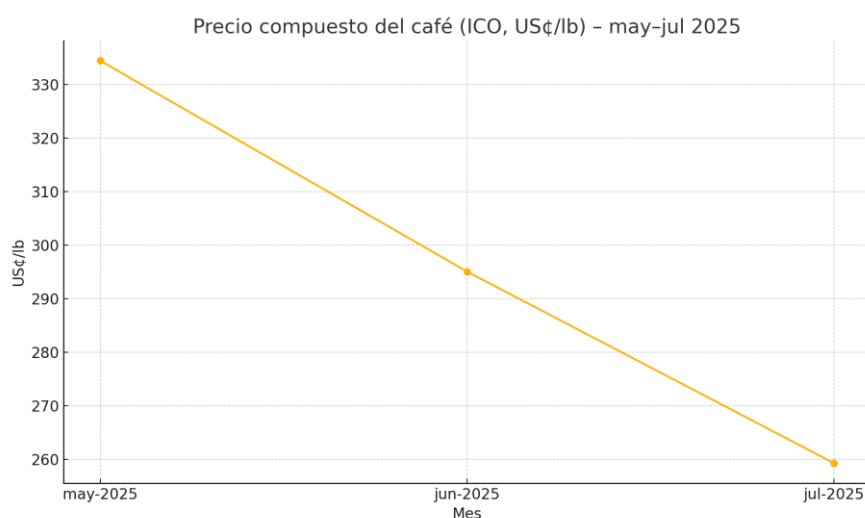
2.1.6. Precios de materias primas (commodities).

La industria alimentaria ecuatoriana depende en gran medida de materias primas como el cacao, café y azúcar, cuyos precios internacionales han mostrado alta volatilidad. En el primer semestre de 2025, el precio promedio mensual del cacao alcanzó niveles récord de hasta USD10.750/t en enero, debido a problemas de producción en África Occidental. El café, medido por el ICO Composite Indicator Price, cayó de USD¢334,41/lb en mayo de 2025 a 259,31 USD¢/lb en julio de 2025. El índice FAO del azúcar en julio de 2025 fue de 103,3 puntos, lo que representa una caída del 13,5% respecto al mismo mes del año anterior. (International Cocoa Organization (ICCO), 2025)



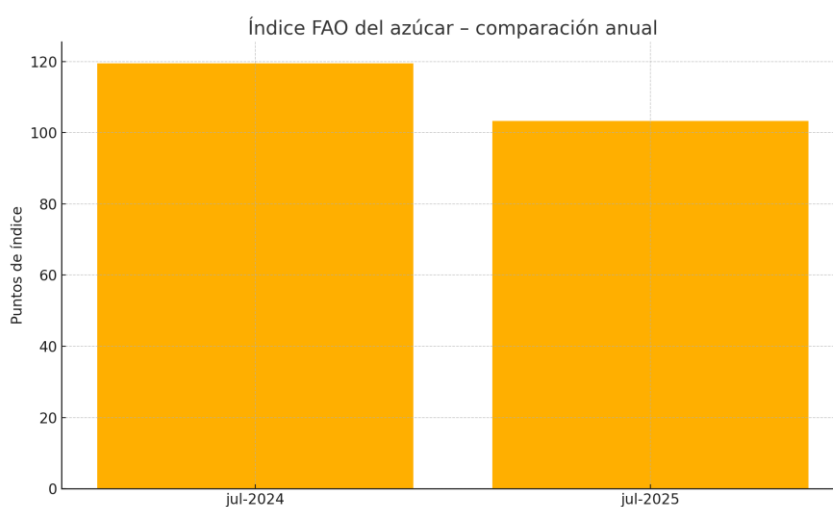
Precio global del cacao **Figura 4.**

Fuente: FRED (Global price of Cocoa, PCOCOUSD) y reportes mensuales ICCO 2025.



Precio compuesto del café Figura 5.

Fuente: Fuente: ICO, Coffee Market Reports de mayo (334,41), junio (295,06) y julio 2025 (259,31 US\$/lb).



Indicador FAO del azúcar Figura 6.

Fuente: Fuente: FAO, Food Price Index (comunicado de agosto 2025: el índice del azúcar promedió 103,3 puntos en jul-2025, -13,5% a/a).

El bajo nivel de inflación bajo dolarización, la senda de consolidación fiscal y la reciente normalización de precios de insumos clave (cacao, café, azúcar) condicionan el costo de capital y los supuestos de márgenes en el flujo de caja. Las condiciones eléctricas de 2024

supusieron un choque transitorio con impacto material en producción y costos, que debe modelarse como riesgo operativo en escenarios.

En resumen, el contexto macroeconómico de Ecuador en 2025 está caracterizado por una recuperación económica moderada, inflación controlada, avances en la consolidación fiscal y estabilidad cambiaria. No obstante, la volatilidad de los precios de las materias primas y la vulnerabilidad ante crisis energéticas siguen siendo factores de riesgo que deben considerarse en la valoración de empresas del sector alimentario.

2.2. Panorama del sector de alimentos y bebidas

En esta sección se describe el comportamiento y evolución reciente del sector de alimentos y bebidas en Ecuador, con foco en: tamaño del mercado, tendencias de consumo, marco regulatorio, barreras de entrada y nivel de competencia.

2.2.1. Tamaño de mercado y desempeño reciente.

La elaboración de alimentos y bebidas constituye uno de los núcleos de la manufactura ecuatoriana. Estudios sectoriales previos estimaron que este subsector representó alrededor del 38% del VAB (Valor Agregado Bruto) manufacturero (excluye refinación) y cerca del 4,7% del PIB en 2016, destacando su peso estructural en la industria. En 2024–2025, el entorno macroeconómico mostró una contracción del PIB en 2024 y una recuperación moderada en 2025, con inflación baja; este telón de fondo ha favorecido

cierta estabilidad de costos y márgenes en el rubro, aunque la crisis eléctrica de 2024 generó shocks operativos (paradas y encarecimiento de la cadena de frío). (Corporación Financiera Nacional, 2016) (Banco Central del Ecuador, 2025) (Ministerio de Economía y Finanzas, 2025)

2.2.2. Tendencias de consumo y canales.

A continuación, se describen algunas tendencias que son relevantes para el sector analizado:

- Sensibilidad al precio y preferencia por presentaciones “económicas”: En un contexto de bajo crecimiento y desaceleración de la inflación, los hogares priorizan precio por unidad consumible (formatos familiares y empaques asequibles), lo que impulsa marcas de valor y presentaciones de mayor rendimiento.
- Mayor atención a salud y nutrición: La política pública de rotulado frontal y el debate sobre advertencias nutricionales han elevado la percepción del consumidor sobre azúcares, sodio y grasas. Ello presiona a reformular portafolios (versiones “sin azúcar añadida”, “bajo en sodio”, fortificados) y a comunicar mejor el perfil nutricional.
- Comodidad y conveniencia: Persisten oportunidades en snacks, bebidas listas y comidas preparadas, impulsadas por horarios extendidos de trabajo y urbanización.
- Canales modernos y proximidad: El retail moderno (supermercados y tiendas de conveniencia) mantiene crecimiento en grandes urbes, mientras los canales tradicionales (tiendas de barrio) conservan relevancia en la penetración y en la capilaridad de distribución.

(Instituto Nacional de Estadística y Censos - INEC, 2024) (Ministerio de Economía y Finanzas, 2025) (Ministerio de Salud Pública del Ecuador / Organización Panamericana de la Salud., 2024)

2.2.3. Marco regulatorio relevante.

A continuación, se describen los principales aspectos bajo los cuales la industria de la empresa analizada se encuentra regulada:

- Rotulado nutricional (NTE INEN 1334-2 y 1334-3): Define los requisitos mínimos de información nutricional y condiciones de uso de alegaciones. Ecuador implementó desde 2014 el sistema de “semáforo nutricional” para alimentos procesados. Desde 2023 el Ministerio de Salud Pública ha anunciado ajustes regulatorios que incorporan el sistema NOVA y discuten advertencias frontales tipo octógonos, en línea con tendencias regionales; el proceso normativo ha continuado en revisión y difusión pública.
- Registro sanitario ARCSA: Todo alimento procesado (nacional o importado) requiere registro sanitario por producto y por tipo de envase. Se exigen fichas técnicas, cumplimiento de normas INEN aplicables y evidencias de inocuidad. ARCSA publica tablas de tasas para emisión/renovación según tamaño de empresa y tipo de establecimiento.
- Buenas prácticas y control sanitario: Fiscalización de plantas, etiquetado, publicidad y trazabilidad; aplicación de sanciones por incumplimiento. En importaciones, se exige además el cumplimiento de requisitos arancelarios y no arancelarios y la notificación sanitaria obligatoria cuando corresponda.

- Política de precios e impuestos: La canasta básica y varios alimentos mantienen IVA 0% o tarifas reducidas, lo que incide en la estructura de precios finales; además, rige un marco de defensa del consumidor respecto a información veraz y rotulado claro.

(Servicio Ecuatoriano de Normalización - INEN, 2011) (Agencia Nacional de Regulación, Control y Vigilancia Sanitaria - ARCSA, 2024) (Ministerio de Salud Pública del Ecuador, 2023)

2.2.4. *Barreras de entrada.*

Entre las principales, están:

- Regulatorias y de cumplimiento: Obtención de registros sanitarios por SKU y envase, adecuación de etiquetado a NTE/RTE y potencial migración a advertencias frontales. Auditorías sanitarias y exigencias de BPM/HACCP incrementan tiempos y costos iniciales.
- Escala y logística: Para competir en precio y en cobertura nacional se requiere escala de compra de insumos, acceso a cadena de frío, y red de distribución capilar; esto favorece a incumbentes con plantas locales y acuerdos de canal.
- Portafolio y marketing: La construcción de marca y la adaptación rápida a preferencias (saludables, conveniencia) exigen capacidades de I+D y marketing sostenido.
- Dependencia de commodities: La volatilidad de cacao, café y azúcar afecta costos; la cobertura con contratos de futuros o estrategias de abastecimiento es clave para proteger márgenes.

(Agencia Nacional de Regulación, Control y Vigilancia Sanitaria - ARCSA, 2024) (Food and Agriculture Organization - FAO / International Cocoa Organization - ICCO, 2025) (Organización Panamericana de la Salud / Ministerio de Salud Pública del Ecuador, 2024)

2.2.5. Nivel de competencia y estructura competitiva.

El sector combina conglomerados multinacionales y líderes locales con alta integración vertical y cobertura de canal. En reputación corporativa y presencia de marca, rankings recientes ubican de forma consistente a empresas del sector entre las primeras del país (por ejemplo, PRONACA, Cervecería Nacional, La Fabril, Mondelez), lo que evidencia un mercado con rivales bien posicionados y con escala. En comercio minorista, la distribución moderna liderada por corporaciones locales coexiste con una extensa red de tiendas tradicionales. (Monitor Empresarial de Reputación Corporativa - Merco, 2025) (Revista Ekos / Primicias, 2024) (Asociación Nacional de Fabricantes de Alimentos y Bebidas - ANFAB, 2024)

2.3. Tendencias globales relevantes para el sector

El sector de alimentos y bebidas (A&B) atraviesa transformaciones estructurales impulsadas por los cambios en el comportamiento del consumidor, la presión regulatoria, la digitalización y los retos climáticos. A continuación, se sintetizan las tendencias con mayor tracción y sus implicaciones para las empresas del sector:

- Salud y bienestar como motor de demanda: El gasto en bienestar continúa expandiéndose, con consumidores —en especial Gen Z y millennials— que priorizan nutrición, control de peso y soluciones respaldadas por evidencia científica; esto impulsa categorías como bebidas funcionales, suplementos y alternativas con menos azúcar/sodio. (McKinsey & Company, 2025) .
- Preferencia por productos 'mejor para mí' y reformulación: El escrutinio a los ultraprocesados acelera la reformulación (reducción de azúcares, grasas y sodio), por exigencias de etiquetado y salud pública en numerosos mercados. En América Latina, persisten políticas de advertencia/semáforos nutricionales que orientan la decisión de compra.
- Sostenibilidad y trazabilidad de la cadena de suministro: El cambio climático, la deforestación y la presión por metas net-cero exigen cadenas agrícolas más resilientes (agricultura regenerativa, cacao y lácteos bajos en huella, envases circulares). Mondelez y otros líderes fijan compromisos de abastecimiento libre de deforestación y reducción de emisiones.
- Asequibilidad y polarización del consumo: Con el enfriamiento del poder de fijación de precios y una mayor sensibilidad al valor, crecen las marcas propias y tamaños asequibles, mientras coexiste la premiumización en nichos. Las empresas ajustan portafolios y eficiencias para sostener el crecimiento rentable. (Deloitte, 2025) .
- Digitalización, datos y uso de IA: La analítica avanzada y la IA generativa impulsan planificación de demanda, innovación más rápida, optimización de precios y personalización (por ejemplo CRM y lealtad en retail/restaurantes).
- E-commerce y omnicanalidad: La compra híbrida consolidó hábitos digitales; las marcas de A&B combinan retail, D2C y marketplaces con gestión activa de surtido, last-mile y fidelización.

- Gestión de riesgos y resiliencia: Conflictos, eventos climáticos y choques macro han tensionado la seguridad alimentaria global, lo que obliga a estrategias de abastecimiento diversificado, cobertura de commodities y planes de continuidad operativa.
- Regulación y envases sostenibles: Evolucionan las políticas de rotulado nutricional, impuestos a azúcares y plásticos de un solo uso; esto orienta la innovación en envases reciclables y retornables.

Evidencia reciente de organismos y consultoras respalda estas dinámicas: la FAO reporta tensiones en seguridad alimentaria y sostenibilidad de los sistemas agroalimentarios; la consultora internacional McKinsey identifica un crecimiento sostenido del mercado de bienestar con consumidores jóvenes de alta incidencia; y la firma Deloitte prevé que en 2025 el crecimiento rentable requiera eficiencia transformacional y ajustes de portafolio.

2.4. Análisis PESTEL aplicado a la empresa multinacional de alimentos en Ecuador

La empresa analizada está presente en Ecuador con oficinas en Quito y Guayaquil, y fábricas en Guayaquil y Cayambe, además de centros de distribución y puntos de transferencia. Sobre esta base, se analiza el entorno PESTEL (Política, Económico, Social, Tecnológico, Ambiental y Legal) relevante para su operación local:

- Político: Ecuador mantiene un marco institucional para la regulación sanitaria de alimentos liderado por la ARCSA. La normativa de rotulado nutricional (normas NTE INEN 1334 y el sistema de ‘semáforo’ implementado en 2014) guía la información al consumidor y condiciona la comunicación y reformulación de

productos. La continuidad de políticas de inocuidad y permisos de funcionamiento impacta la operación de plantas y lanzamientos.

- Económico: La economía dolarizada contribuye a menor riesgo cambiario para importaciones de insumos. Las proyecciones del FMI sitúan la inflación de 2025 alrededor de 1,3% y el crecimiento real del PIB en 1,7%, lo que sugiere un entorno de precios relativamente estable pero con crecimiento moderado. La sensibilidad del consumidor al precio exige propuestas de valor y presentaciones accesibles.
- Social: Cambios demográficos y mayor conciencia de salud impulsan la demanda por opciones con menos azúcar/sodio y mayor contenido funcional (proteína, vitaminas). El etiquetado frontal influye en la elección de compra, especialmente en hogares con niños, reforzando la preferencia por productos ‘mejor para mí’.
- Tecnológico: La digitalización de manufactura, la analítica de demanda y la automatización logística son palancas para eficiencia y servicio. La adopción de IA para pronósticos y optimización de portafolio puede reducir mermas y mejorar disponibilidad.
- Ambiental: Los riesgos climáticos afectan cultivos clave (cacao, lácteos) y disponibilidad hídrica. La agenda corporativa de sostenibilidad incorpora metas de emisiones, deforestación-cero y envases circulares, alineadas con estándares globales de la empresa multinacional de alimentos analizada.
- Legal: Requisitos de Notificación/Registro Sanitario para alimentos procesados, cumplimiento de NTE INEN aplicables y obtención de permisos de funcionamiento de ARCSA. El marco de rotulado determina declaraciones nutricionales y restricciones publicitarias; su cumplimiento es crítico para evitar sanciones y retiros.

2.5. Análisis de las cinco fuerzas de Porter

El modelo de las cinco fuerzas de Porter permite evaluar la intensidad competitiva de una industria y su potencial de rentabilidad a largo plazo. Su utilidad radica en identificar qué presiones externas condicionan los márgenes y las posibilidades de capturar valor por parte de las empresas posicionadas (Porter, 2008). En el caso de la empresa multinacional de alimentos analizada, la aplicación del marco se realiza sobre el sector de alimentos y bebidas (A&B), considerando su contexto regulatorio, macroeconómico y competitivo local.

La empresa analizada cuenta con operaciones industriales y comerciales consolidadas, con oficinas en Quito y Guayaquil, y plantas de producción en Guayaquil y Cayambe, así como centros de distribución. La compañía compete en categorías como lácteos, cafés, culinarios y confitería, entre otras. A continuación, se detalle el análisis de las 5 fuerzas de Porter:

a) Rivalidad entre competidores existentes:

La rivalidad en el mercado ecuatoriano de A&B es elevada debido a la presencia de multinacionales (Coca-Cola, PepsiCo, Unilever, Mondelez) y actores locales relevantes. Esta estructura competitiva se traduce en:

- Elevada inversión en marketing, posicionamiento de marca y promociones en punto de venta.
- Rápido ciclo de innovación con reformulaciones (menos azúcar/sodio) y ampliación de portafolios en respuesta a cambios de preferencia del consumidor
- Presiones en precios y descuentos por parte de distribuidores modernos y cadenas de supermercados, que comparan alternativas y condicionan exhibición y surtido.

La diferenciación por marca, calidad percibida y atributos funcionales permite amortiguar parcialmente la presión competitiva; no obstante, la intensidad de la rivalidad puede considerarse como “alta” en la mayor parte de categorías.

b) Amenaza de nuevos entrantes:

Las barreras de entrada al sector son significativas: requieren inversiones en plantas, certificaciones de inocuidad, logística y distribución capilar, además de capacidad para cumplir con la normativa sanitaria y de rotulado. En Ecuador, la ARCSA exige permisos de funcionamiento y el cumplimiento de normas como la NTE INEN 1334 sobre rotulado nutricional, en un entorno con etiquetado frontal tipo ‘semáforo’ introducido en 2014 (ARCSA, 2011; ARCSA, 2014). Adicionalmente, la lealtad hacia marcas establecidas eleva los costos de cambio del consumidor. Por ello, la amenaza de nuevos entrantes se evalúa como “baja - moderada”.

c) Poder de negociación de los proveedores:

La empresa analizada adquiere insumos agrícolas clave (por ejemplo cacao, leche, café) de cadenas con alta presencia de pequeños y medianos productores. La compañía implementa programas de apoyo técnico y sostenibilidad para garantizar calidad y trazabilidad, lo que tiende a balancear el poder relativo. No obstante, la exposición a choques climáticos y a la volatilidad de commodities (azúcar, lácteos) puede tensionar los costos y otorgar mayor influencia a ciertos proveedores en periodos de escasez (Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura - FAO, 2024). En conjunto, el poder de negociación del lado de proveedores se ubica en un nivel “moderado”.

d) Poder de negociación de los compradores:

En una economía dolarizada, el riesgo cambiario es menor para importaciones, pero la demanda interna muestra sensibilidad al precio, en un contexto de crecimiento moderado y presupuestos de consumo ajustados (Fondo Monetario Internacional - FMI, 2025). Los canales modernos (supermercados, mayoristas, e-commerce) concentran poder de negociación y presionan condiciones comerciales, promociones y niveles de servicio. Por su parte, el consumidor final dispone de alternativas (incluidas marcas propias) y compara atributos de salud y sustentabilidad. En conjunto, el poder de los compradores es “moderado-alto”.

e) Amenaza de productos sustitutos:

La disponibilidad de sustitutos es amplia: bebidas y productos lácteos de origen vegetal; snacks y confitería con perfiles ‘mejor para mí’ (menos azúcar, más proteína/fibra); y cafés premium o de origen con diferentes métodos de preparación. Las tendencias de salud y bienestar, así como la conciencia ambiental, aceleran la adopción de estas alternativas (McKinsey & Company, 2025) (Deloitte, 2025). Por ello, la amenaza de sustitutos se considera “alta”.

Síntesis de la evaluación por fuerza Tabla 1		
Fuerza	Intensidad estimada	Justificación resumida
<i>Rivalidad entre competidores</i>	Alta	Multiplicidad de actores globales y locales; fuerte inversión en marketing; innovación continua.
<i>Amenaza de nuevos entrantes</i>	Baja–Moderada	Altas barreras (capex, certificaciones, distribución) y regulación sanitaria/rotulado exigente.

Síntesis de la evaluación por fuerza Tabla 1		
Fuerza	Intensidad estimada	Justificación resumida
<i>Poder de proveedores</i>	Moderada	Dependencia de insumos agrícolas expuestos a clima; programas de sostenibilidad moderan el poder.
<i>Poder de compradores</i>	Moderada–Alta	Concentración de retail moderno; sensibilidad al precio; marcas propias y comparación omnicanal.
<i>Amenaza de sustitutos</i>	Alta	Alternativas saludables/vegetales y premium; consumidores orientados a bienestar y sostenibilidad.

2.6. Conclusiones del análisis del entorno

El entorno en el que opera la empresa multinacional de alimentos en Ecuador en 2025 se caracteriza por una recuperación económica moderada, inflación controlada y estabilidad cambiaria, elementos que favorecen la planificación financiera y la gestión de costos. Sin embargo, persisten riesgos estructurales como la volatilidad de los precios de materias primas y la vulnerabilidad ante crisis energéticas, que deben ser considerados como factores de riesgo operativo.

El sector de alimentos y bebidas muestra una alta relevancia estructural en la economía ecuatoriana, con tendencias de consumo que privilegian la salud, la conveniencia y la asequibilidad. El marco regulatorio, especialmente en rotulado nutricional y registro

sanitario, impone exigencias técnicas que condicionan la innovación y la comercialización.

Desde una perspectiva competitiva, la empresa enfrenta una alta rivalidad en el mercado, con actores multinacionales y locales bien posicionados. Las barreras de entrada, el poder moderado de proveedores y compradores, y la creciente amenaza de sustitutos configuran un entorno desafiante pero manejable, donde la diferenciación por marca, sostenibilidad y eficiencia operativa será clave para sostener el valor.

Estas condiciones del entorno serán fundamentales para interpretar los resultados financieros y estratégicos de la empresa analizada en los capítulos siguientes.

3. EVALUACIÓN DE LOS PRINCIPALES RATIOS FINANCIEROS

A través del presente capítulo, se realizará una evaluación de los estados financieros de la compañía analizada así como los de la industria en la que se desempeña, mediante el análisis de ratios financieros. Así también, se identificará qué indicadores son los principales que impactan para la valoración en función al análisis de sensibilidad.

3.1. Análisis y determinación de indicadores financieros.

A continuación, se refleja los estados financieros de la compañía analizada por los periodos 2021-2024 así como, sus respectivos ratios financieros:

ESTADOS DE SITUACIÓN FINANCIERA

	<u>2024</u>	<u>2023</u>	<u>2022</u>	<u>2021</u>
Efectivo y equivalentes de efectivo	25,728,611	18,630,683	32,731,874	24,364,102
Cuentas por cobrar comerciales	80,544,379	62,594,492	57,230,765	65,724,411
Cuentas por cobrar a compañías relacionadas	3,548,926	4,361,752	4,141,689	3,560,145
Impuestos por recuperar	12,688,859	1,613	1,540,721	745,677
Otras cuentas por cobrar	3,493,262	3,887,523	1,789,042	1,762,784
Inventarios	99,847,054	60,685,311	52,717,396	54,562,826
Gastos pagados por anticipado	175,544	223,383	209,399	553,559
Activos financieros	34,145,875	7,812,498	2,372,725	2,799,930
<i>Total activo corriente</i>	<i>260,172,510</i>	<i>158,197,255</i>	<i>152,733,611</i>	<i>154,073,434</i>
Otras cuentas por cobrar	2,326,379	1,887,765	2,285,120	2,000,107
Propiedad planta equipos muebles y vehículos	135,117,202	133,099,608	134,374,130	138,479,521
Activos intangibles	266,566	278,068	405,765	559,735
Activo por derecho de uso	18,416,003	21,009,826	23,055,380	16,476,186
Activos por impuesto diferido	-	2,579,142	3,383,645	3,113,162
<i>Total activo no corriente</i>	<i>156,126,150</i>	<i>158,854,409</i>	<i>163,504,040</i>	<i>160,628,711</i>
Total activo	416,298,660	317,051,664	316,237,651	314,702,145
Préstamos y obligaciones financieras	139,141,649	111,128,082	112,183,459	118,523,328
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	51,359,256	39,896,051	39,751,723	35,803,533
Cuentas por pagar a compañías relacionadas	96,171,235	30,345,742	30,429,929	21,741,656
Provisiones	13,306,318	14,992,196	13,501,547	12,197,458
Impuestos por pagar	5,030,865	2,596,743	3,240,830	2,803,546
Impuesto a la renta por pagar	-	1,608,572	2,282,374	8,787,507
Beneficios a empleados	5,833,870	11,629,767	10,230,421	14,930,567
Pasivo por arrendamiento	3,980,018	4,801,464	5,937,810	5,543,278
<i>Total pasivo corriente</i>	<i>314,823,211</i>	<i>216,998,617</i>	<i>217,558,093</i>	<i>220,330,873</i>
Beneficios a empleados	25,102,500	24,742,313	25,012,243	26,029,608
Provisiones	213,875	3,288,516	5,446,981	4,806,619
Pasivo por arrendamiento	16,019,147	17,671,326	18,911,939	12,637,543
Pasivo por impuesto diferido	1,017,688	-	-	-
<i>Total pasivo no corriente</i>	<i>42,353,210</i>	<i>45,702,155</i>	<i>49,371,163</i>	<i>43,473,770</i>
Total pasivo	357,176,421	262,700,772	266,929,256	263,804,643
Capital emitido	1,776,760	1,776,760	1,776,760	1,776,760
Reserva legal	916,434	916,434	916,434	916,434
Resultados acumulados	56,429,045	51,657,698	46,615,201	48,204,308
Total patrimonio	59,122,239	54,350,892	49,308,395	50,897,502
Total pasivo y patrimonio	416,298,660	317,051,664	316,237,651	314,702,145

ESTADOS DE RESULTADOS

	<u>2024</u>	<u>2023</u>	<u>2022</u>	<u>2021</u>
Ventas	602,465,294	459,337,094	454,248,753	434,960,994
Costo de ventas	(450,961,642)	(346,469,067)	(344,240,192)	(301,821,253)
Utilidad bruta	151,503,652	112,868,027	110,008,561	133,139,741
Gastos de administración	(56,055,399)	(31,215,050)	(32,999,015)	(38,071,896)
Gastos de venta	(71,662,890)	(41,834,939)	(41,710,991)	(46,879,226)
Otros gastos neto	-	1,020,225	(69)	(1,104)
Utilidad operacional	23,785,363	40,838,263	35,298,486	48,187,515
Gastos financieros	(15,413,859)	(11,782,991)	(7,485,894)	(7,322,538)
Ingresos financieros	757,995	346,359	218,212	210,875
Utilidad antes del impuesto a la renta	9,129,499	29,401,631	28,030,804	41,075,852
Impuesto a la renta	(848,660)	(10,856,764)	(11,151,393)	(18,360,058)
Utilidad neta del año	8,280,839	18,544,867	16,879,411	22,715,794

ESTADOS DE FLUJOS DE EFECTIVO

Concepto	2024	2023	2022	2021
Flujo de efectivo de las actividades operacionales:				
Utilidad antes de impuesto a la renta	9,129,499	29,401,631	28,030,804	41,075,852
Ajustes para conciliar la utilidad antes de impuesto a la renta con el efectivo neto provisto por actividades de operación:				
Pérdida crediticia esperada	2,058,508	1,472,554	765,616	382,620
Baja pérdida crediticia esperada	(1,012,110)	(3,291,072)	-	(134,034)
Desvalorización de inventario	8,993	77,268	-	-
Depreciación de propiedad, planta, equipos, muebles y vehículos	7,311,091	10,858,286	11,150,395	11,559,789
Bajas de propiedades, planta, equipos, muebles y vehículos	14,830,301	1,041,969	2,001,596	770,345
Amortización de activos intangibles	11,502	127,697	153,970	146,440
Depreciación de activo por derecho de uso	5,273,406	4,613,247	5,065,144	5,611,187
Baja activo por derecho de uso y pasivo por arrendamiento	(58,508)	(436,500)	(1,242,735)	626,480
Interés en arrendamientos	1,853,427	1,798,251	1,825,556	1,689,089
Gasto interés préstamos	12,301,096	9,081,035	4,905,005	6,197,440
Jubilación patronal y desahucio	2,759,433	2,881,338	2,728,173	2,632,890
Contingencias	-	(1,020,225)	889,217	519,930
<i>Variación en capital de trabajo</i>				
Variación de activos – (aumento) disminución:				
Cuentas por cobrar comerciales	(18,996,285)	(3,545,209)	7,728,030	(8,315,309)
Cuentas por cobrar a compañías relacionadas	812,826	(220,063)	(581,544)	(1,140,195)
Impuestos por recuperar	(12,687,246)	58,275	(795,044)	94,073
Otras cuentas por cobrar	(44,353)	(1,701,126)	(311,271)	3,972,183
Inventarios	(39,170,736)	(8,045,183)	1,845,430	(8,485,791)
Gastos pagados por anticipado	47,839	(13,984)	344,160	(73,708)
Activos financieros	(7,167,462)	(1,096)	427,205	(1,758,390)
<i>Variación de pasivos – aumento (disminución)</i>				
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	11,463,205	354,424	3,948,190	(3,178,225)
Provisiones	(1,685,878)	142,313	1,304,089	(1,847,561)
Cuentas por pagar a compañías relacionadas	65,825,493	(84,187)	8,688,273	(1,897,151)
Impuestos por pagar	236,370	(644,087)	437,284	(947,934)
Beneficios a empleados	(7,597,135)	(1,335,125)	(8,445,684)	(2,464,880)
Efectivo provisto por actividades de operación (Antes de Intereses e Impuestos)	45,503,276	41,570,431	70,861,859	45,035,140
Intereses pagados	(8,379,175)	(8,623,469)	(3,217,944)	(7,219,684)
Impuesto a la renta pagado	(1,608,572)	(10,727,634)	(17,455,518)	(17,703,151)
Impuestos fiscales pagados	(3,074,641)	-	-	-
Efectivo neto provisto por las actividades de operación	32,440,888	22,219,328	50,188,397	20,112,305
Flujo de efectivo de las actividades de inversión:				
Adiciones de propiedad, planta, equipos, muebles y vehículos, neto	(24,158,986)	(10,625,733)	(9,046,600)	(11,192,248)
Adiciones de intangibles	-	-	-	(45,180)
Efectivo neto (utilizado en) las actividades de inversión	(24,158,986)	(10,625,733)	(9,046,600)	(11,237,428)
Flujo de efectivo de las actividades de financiación:				
Pago de arrendamientos	(6,948,127)	(6,306,403)	(5,558,231)	(8,102,189)
Dividendos pagados	(18,327,493)	(17,875,438)	(17,715,794)	(22,507,188)
Efectivo recibido por préstamos y obligaciones financieras	339,383,579	90,230,713	118,500,000	102,549,650
Efectivo pagado por préstamos y obligaciones financieras	(315,291,933)	(91,743,658)	(128,000,000)	(78,539,356)
Efectivo neto (utilizado en) las actividades de financiamiento	(1,183,974)	(25,694,786)	(32,774,025)	(6,599,083)
Incremento (disminución) neto de efectivo en caja y bancos	7,097,928	(14,101,191)	8,367,772	2,275,794
Efectivo en caja y bancos al inicio del año	18,630,683	32,731,874	24,364,102	22,088,308
Efectivo en caja y bancos al final del año	25,728,611	18,630,683	32,731,874	24,364,102

De acuerdo con los estados financieros, en el año 2024 se ve un repunte en las ventas debido a que el precio internacional de la tonelada del cacao de dicho año, alcanzó niveles record; en ese sentido, las exportaciones que efectúa la Compañía sobre este producto, incrementaron significativamente de un año a otro.

		RATIOS FINANCIEROS EMPRESA ANALIZADA			
		2024	2023	2022	2021
RENTABILIDAD	ROE	14%	34%	34%	45%
	ROA	2%	6%	5%	7%
	MAF	7.04	5.83	6.41	6.18
	ROS	1%	4%	4%	5%
	ROTA	1.45	1.45	1.44	1.38
LIQUIDEZ	Liquidez corriente	0.83	0.73	0.70	0.70
	Prueba ácida	0.51	0.45	0.46	0.45
SOLVENCIA	Endeudamiento del Activo	86%	83%	84%	84%
	Endeudamiento Patrimonial	604%	483%	541%	518%
	Endeudamiento del Activo Fijo	44%	41%	37%	37%
	Apalancamiento	7.04	5.83	6.41	6.18
GESTIÓN	Rotación de cartera de clientes	8.42	7.67	7.39	6.62
	Periodo medio de cobranza	43.36	24.47	49.40	55.15
	Rotación de cartera de proveedores	9.88	8.70	9.11	8.43
	Periodo medio de pago	36.93	41.95	40.06	43.30
	Rotación de inventarios	5.62	6.11	6.42	5.53

A continuación, se detalla el análisis de los indicadores financieros reflejados en el cuadro superior:

Indicadores de Rentabilidad:

- ROE: Se refleja alta rentabilidad en 2021, pero tendencia decreciente hasta 2024, lo que indica menor eficiencia en generar beneficios sobre el patrimonio a lo largo del tiempo.
- ROA: Existe una disminución constante de esta ratio, lo cual es señal de menor mantener una menor capacidad para generar utilidades con los activos.

- c) MAF: Se refleja un indicador constante y, en cierta porción, un crecimiento ya que por cada dólar invertido por los accionistas, se encuentran respaldado en promedio entre USD6.18 y USD7.04 de activos, lo que indica una gestión eficiente de los activos productivos de la compañía.
- d) ROS: Refleja una reducción significativa al 2024, ya que a lo largo de los años, se pasó a generar una utilidad de USD1.37 respecto del 2021 que se generó USD5.22 sobre cada dólar vendido.
- e) ROTA: Se observa que a capacidad y gestión de la compañía para generar ventas en función de los activos invertidos ha sido eficiente, pasando de USD1.38 en 2021 a USD1.45 en 2024. Esto significa que por cada dólar que se mantiene en activos, la compañía pudo generar entre USD1.38 a USD1.45.

Indicadores de liquidez:

- f) Liquidez corriente: Si bien, este indicador ha incrementado a lo largo del tiempo, se pasando de 0.70 a 0.83 sigue siendo bajo ya que sugiere que la compañía no cuenta con recursos suficientes para cumplir con sus obligaciones de corto plazo. En otras palabras, esto indica que por cada dólar de pasivo de corto plazo, únicamente se cuenta con un U\$0.83 para cumplir con dichas obligaciones.
- g) Prueba ácida: Si ya indicamos en el anterior indicador que no era el óptimo, en el de la prueba ácida se muestra un escenario para preocupante ya que, al excluir de los activos a los inventarios que están disponibles para ser vendidos, se refleja indicadores entre el USD0.45 a USD0.51 lo que es alarmante.

Indicadores de solvencia:

- h) Endeudamiento del activo: Se refleja una alta dependencia de los proveedores la misma que ha sido constante a lo largo del tiempo. Esto también, representa que la compañía no cuenta con una capacidad de endeudamiento, es decir, acceder a créditos externos.
- i) Endeudamiento patrimonial: Los datos históricos ratifican nuevamente que la compañía está apalancada principalmente con sus acreedores externos y que, la compañía de la misma está siendo financiada por ellos y no por los accionistas.
- j) Endeudamiento del activo fijo: Considerando la industria en la que se desempeña la compañía analizada, el activo fijo y su financiamiento constituyen un indicador importante a analizar; en ese sentido, se refleja que más de la mitad de este rubro no ha sido financiado por parte de los accionistas sino a través de acreedores externos.
- k) Apalancamiento: Es indicador ha venido incrementando en el tiempo y no es los adecuado ya que es mayor a uno en cada año. Esto quiere decir que, por cada dólar que la compañía mantiene como parte de los fondos aportados por los accionistas, existe entre USD5.18 y USD6.04 por pagar de obligaciones con terceros.

Indicadores de gestión:

- l) Rotación de cartera de clientes: el indicador refleja una tasa mesurada de cobro de su cartera en el año. En este caso, la compañía recupera su cartera unas 8 veces en promedio.
- m) Periodo promedio de cobranza. Por otro lado, se refleja que la compañía tarda en promedio 40 días en cobrar a sus clientes desde el momento en que se genera la

obligación lo cual, obedece a una práctica sana considerando que las políticas con clientes suelen ser entre 30 a 90 días.

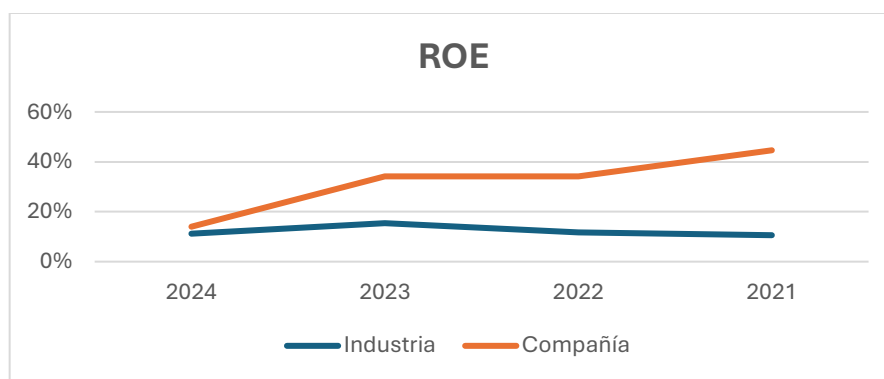
- n) Rotación de cartera de proveedores: En promedio la cartera de proveedores está siendo pagada 9 veces al año, lo que es superior al periodo de la rotación de la cartera de clientes, lo que reflejaría una consideración a tomar en cuenta para efectos de liquidez.
- o) Periodo promedio de pago: En promedio se está pagando las deudas con terceros desde el momento en que existe la obligación en 40 días. Esto significa que existe un periodo similar con el de cobro a clientes. Esto, al igual que el indicador anterior, constituye una altera para renegociar los términos de pago a proveedores.
- p) Rotación de inventarios: En promedio se está vendiendo los inventarios 6 veces al año, lo que representa para este tipo de industria, como razonable.

3.2.Comparación con el promedio del sector alimenticio.

A continuación, se refleja los ratios financieros por los periodos 2021-2024 de las compañías que se desempeñan en la misma industria que el de la analizada y que, tienen similares características:

		INDICADORES FINANCIEROS INDUSTRIA			
		2024	2023	2022	2021
RENTABILIDAD	ROE	11%	15%	12%	11%
	ROA	6%	7%	5%	5%
	MAF	1.85	2.14	2.14	2.02
	ROS	6%	6%	5%	5%
	ROTA	1.07	1.14	1.12	0.99
LIQUIDEZ	Liquidez corriente	1.00	0.94	1.00	1.18
	Prueba ácida	0.74	0.66	0.66	0.78
SOLVENCIA	Endeudamiento del Activo	46%	53%	53%	50%
	Endeudamiento Patrimonial	85%	114%	114%	102%
	Endeudamiento del Activo Fijo	120%	105%	109%	117%
	Apalancamiento	1.85	2.14	2.14	2.02
GESTIÓN	Rotación de cartera de clientes	11.28	12.87	12.91	11.80
	Periodo medio de cobranza	32.37	28.36	28.27	30.93
	Rotación de cartera de proveedores	6.38	6.43	6.49	6.45
	Periodo medio de pago	57.21	56.73	56.27	56.59
	Rotación de inventarios	7.11	6.25	5.65	4.79

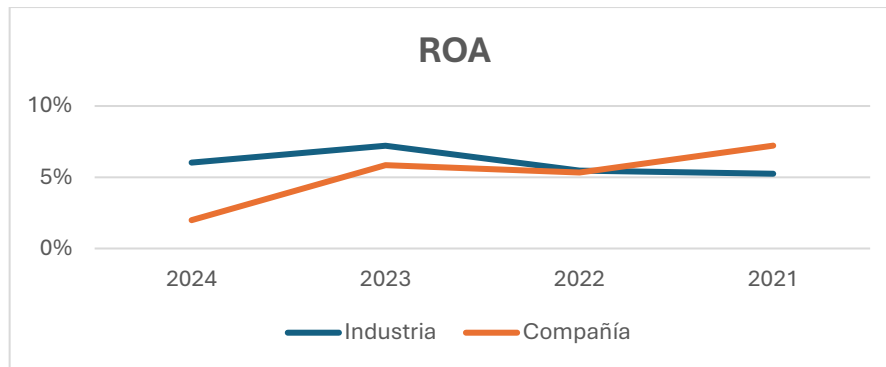
Indicadores de Rentabilidad:



ROE Figura 7.

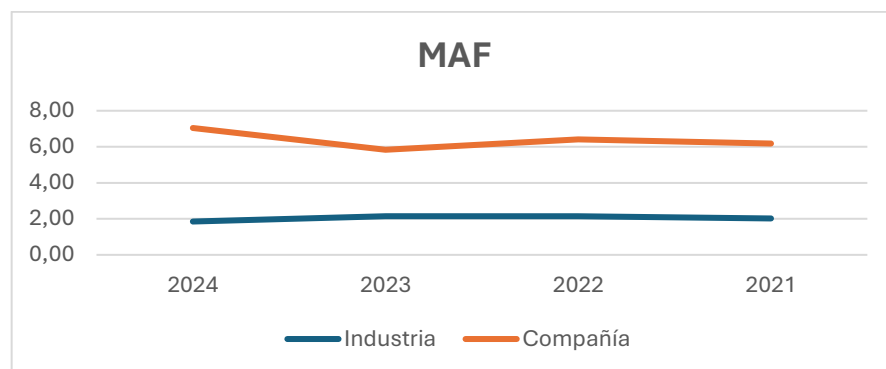
Respecto al indicador del ROE, se puede ver que el ROE de la compañía analizada ha disminuido a lo largo del tiempo, al punto que al 2024 llega prácticamente a igualar al de

la industria. Esto es un indicador de que la adecuada gestión ha ido disminuyendo en los últimos 4 años.



ROA Figura 8.

En cuanto al ROA, se encuentra por debajo de lo que genera la industria, dando en promedio un resultado del 5% mientras que la industria que genera alrededor del 8% sin embargo, se debe considerar que la empresa analizada posee un valor superior de activos que el de sus competidores lo que es un factor para considerar al momento de realizar las comparaciones.

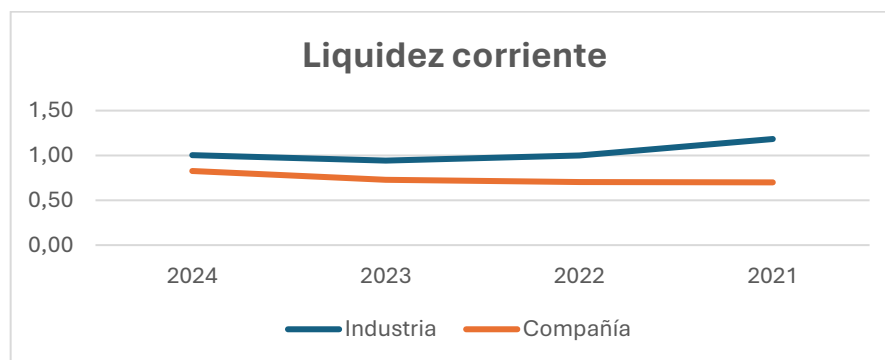


MAF Figura 9.

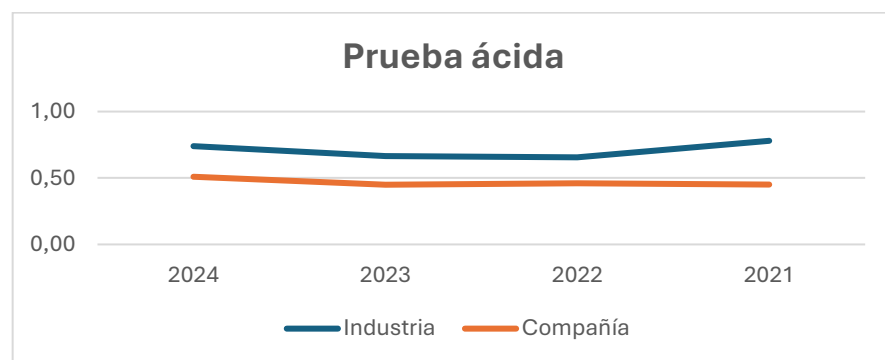
Por otro lado, el MAF refleja que la compañía mantiene un alto respaldo de su patrimonio a través de los activos fijos el cual, es inclusive muy superior sobre la media de la

industria. Esto refleja la importancia y el peso que tiene dicho rubro en la compañía y sobre la cual se están generando los beneficios que analizan en el resto de indicadores.

Indicadores de liquidez:



Liquidez corriente **Figura 10.**

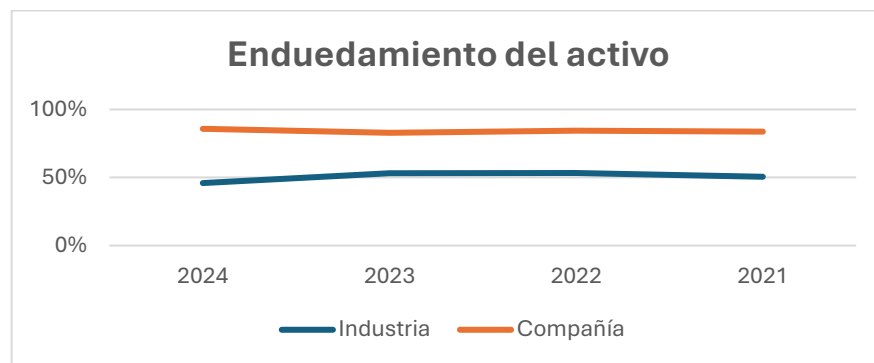


Prueba ácida **Figura 11.**

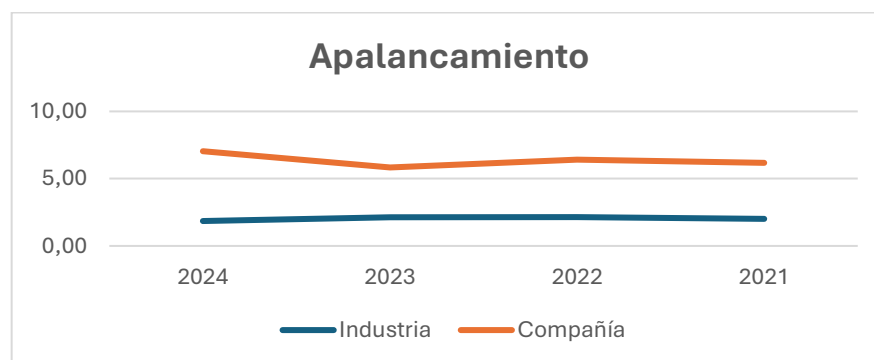
En cuanto a estos indicadores, se observa que la industria se encuentra en una mejor situación que el de la compañía analizada. Posiblemente, las políticas de gestión que la compañía mantiene no están siendo aplicadas de manera adecuada como es el caso de periodos de cobro y pago a clientes y proveedores, respectivamente, los cuales, los analizaremos más adelante.

Por otro lado, sí se observa que, tanto a la compañía como a la industria, no están siendo eficientes en cuanto a la prueba ácida respectiva, ya que en ningún caso se observa que el indicador sea superior a uno, lo que refleja que la industria en sí tiene problemas de liquidez, toda vez que se excluya al inventario disponible para la venta, para efectos de cumplir con sus obligaciones de corto plazo.

Indicadores de solvencia:



Endeudamiento del activo **Figura 12.**



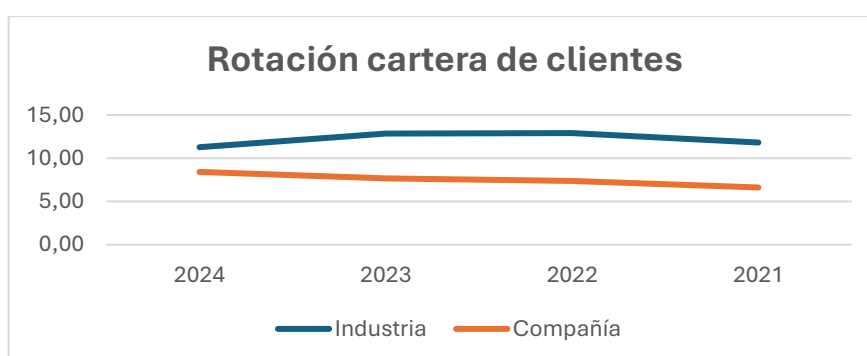
Apalancamiento **Figura 13.**

Claramente se refleja que la compañía analizada cuenta con altos niveles de endeudamiento, así también, se observa que comparado con la industria es muy superior

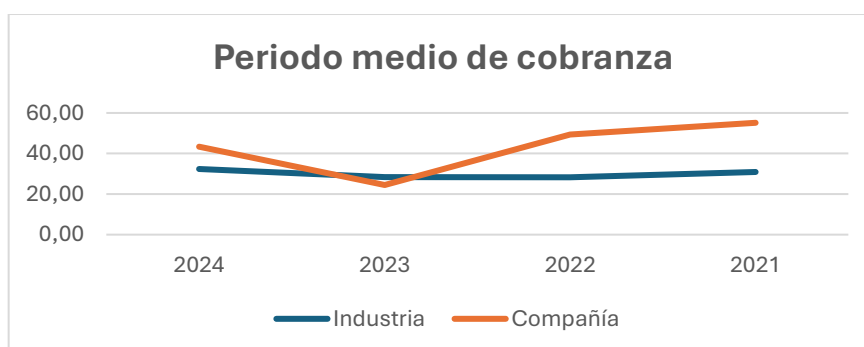
su nivel de endeudamiento lo que la ubica en una posición vulnerable en caso de que eventualmente, se deje contar con recursos para cumplir con compromisos.

Así también, se refleja un alta nivel de apalancamiento en comparación con la industria. Se observa que la compañía analizada se soporta principalmente a través del financiamiento de acreedores externos en vez de sus accionistas. A comparación de la industria, la compañía en cuestión se soporta en promedio unas 5 veces en recursos de proveedores externos para poder continuar con sus operaciones lo cual, refleja un síntoma importante al momento de realizar la valoración.

Indicadores de gestión:

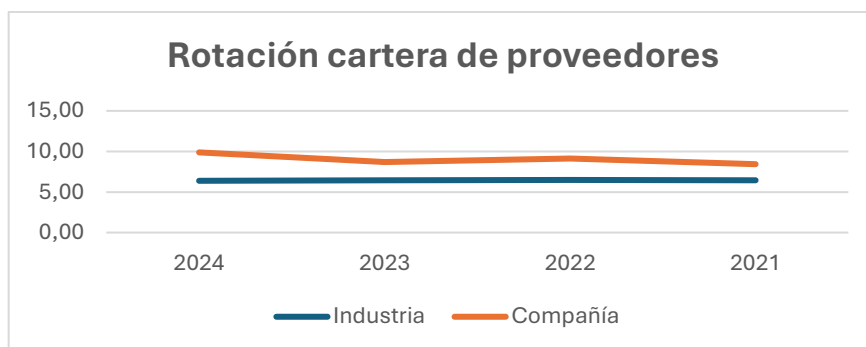


Rotación de cartera de clientes **Figura 14.**

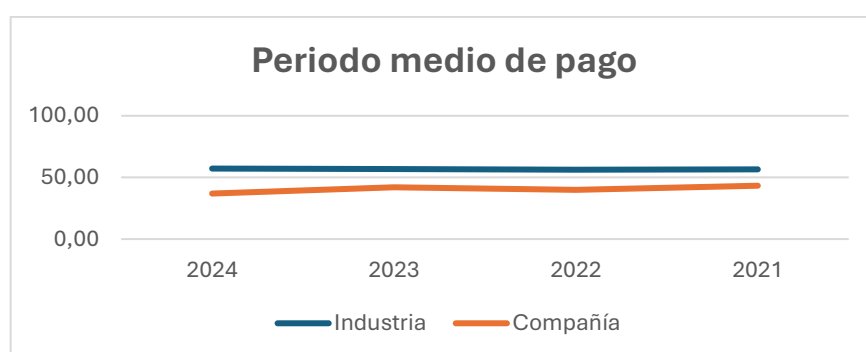


Periodo medio de cobranza **Figura 15.**

Se puede observar que el periodo de rotación de la cartera de clientes de la compañía analizada ha sido constante a lo largo del tiempo, sin embargo, rota menos veces que el promedio de la industria. Por otro lado, se puede ver que el periodo promedio de recuperación de la compañía está siendo superior al de la industria por lo cual, refleja una adecuada gestión de su política de cobro con clientes.



Rotación de cartera de proveedores **Figura 16.**



Periodo medio de pago **Figura 17.**

Por otro lado, la rotación de la cartera de proveedores está siendo gestionada de mejor manera por la compañía analizada con respecto al de la industria ya que la misma está rotando menos veces; esto es consistente también con el indicador del periodo promedio de pago, en donde, la compañía se demora unos días más en liquidar sus obligaciones con terceros con respecto a los de la industria.

Estos indicadores, reflejan definitivamente una mejor gestión del cobro y pago a clientes y proveedores, respectivamente por parte de la compañía a diferencia de lo que refleja la industria y que, esto repercute directamente en la liquidez con la que cuenta la compañía para continuar con sus operaciones.

3.3.Tendencias históricas y proyecciones razonadas.

A continuación, se reflejan los estados de situación financiera, resultados y flujos de efectivo proyectados para 3 años de la compañía analizada:

ESTADOS DE SITUACIÓN FINANCIERA

	2025	2026	2027
Efectivo y equivalentes de efectivo	31,389,171	33,506,393	37,849,246
Cuentas por cobrar comerciales	88,867,457	91,369,329	86,403,931
Cuentas por cobrar a compañías relacionadas	3,875,167	3,893,808	3,912,448
Impuestos por recuperar	34,355,954	56,456,354	78,998,762
Otras cuentas por cobrar	1,639,665	2,368,657	3,097,649
Inventarios	99,119,334	97,263,873	94,280,670
Gastos pagados por anticipado	458,480	346,474	234,468
Activos financieros	4,328,384	6,808,877	16,756,637
Total activo corriente	264,033,613	292,013,765	321,533,812
Otras cuentas por cobrar	2,037,624	2,095,770	2,153,916
Propiedad planta equipos muebles y vehículos	125,211,264	120,976,328	119,422,277
Activos intangibles	528,614	427,894	327,173
Activo por derecho de uso	19,173,264	19,550,653	19,928,044
Activos por impuesto diferido	-	-	-
Total activo no corriente	146,950,766	143,050,645	141,831,410
Total activo	410,984,379	435,064,410	463,365,222
Préstamos y obligaciones financieras	111,555,944	118,675,497	126,877,193
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	69,476,229	86,807,598	103,280,644
Cuentas por pagar a compañías relacionadas	75,207,841	55,482,390	36,994,884
Provisiones	12,776,795	13,258,518	13,740,241
Impuestos por pagar	14,367,780	28,556,594	47,504,010
Beneficios a empleados	14,539,768	11,950,693	9,361,619
Pasivo por arrendamiento	3,598,716	5,590,972	5,736,657
Total pasivo corriente	301,523,072	320,322,261	343,495,247
Beneficios a empleados	24,230,199	22,980,478	21,353,336
Provisiones	213,875	213,875	213,875
Pasivo por arrendamiento	11,883,307	5,218,869	625,832
Pasivo por impuesto diferido	1,017,688	1,017,688	1,017,688
Total pasivo no corriente	37,345,069	29,430,910	23,210,732
Total pasivo	338,868,141	349,753,171	366,705,979
Capital emitido	1,776,760	1,776,760	1,776,760
Reserva legal	916,434	916,434	916,434
Resultados acumulados	69,423,044	82,618,045	93,966,049
Total patrimonio	72,116,238	85,311,239	96,659,243
Total pasivo y patrimonio	410,984,379	435,064,410	463,365,222

ESTADOS DE RESULTADOS PROYECTADOS

	<u>2025</u>	<u>2026</u>	<u>2027</u>
Ventas	481,491,000	491,120,000	500,942,400
Costo de ventas	(393,384,000)	(401,641,000)	(409,474,925)
Utilidad bruta	88,107,000	89,479,000	91,467,475
Gastos de administración y ventas	(65,483,000)	(67,158,000)	(68,501,160)
Utilidad operacional	22,624,000	22,321,000	22,966,315
Gastos financieros	(8,039,000)	(7,549,000)	(8,435,885)
Ingresos financieros	2,740,000	2,822,000	1,182,574
Utilidad antes del impuesto a la renta	17,325,000	17,594,000	15,713,004
Impuesto a la renta	(4,331,000)	(4,399,000)	(4,365,000)
Utilidad neta del año	12,994,000	13,195,000	11,348,004

ESTADOS DE FLUJOS DE EFECTIVO

Concepto	2025	2026	2027
Flujo de efectivo de las actividades operacionales:			
Utilidad antes de impuesto a la renta	17,325,000	17,594,000	15,713,004
Ajustes para conciliar la utilidad antes de impuesto a la renta con el efectivo neto provisto por actividades de operación:			
Pérdida crediticia esperada	309,634	883,094	1,456,555
Baja pérdida crediticia esperada	-	-	-
Desvalorización de inventario	-	-	-
Depreciación de propiedad, planta, equipos, muebles y vehículos	14,702,718	15,073,062	15,443,405
Bajas de propiedades, planta, equipos, muebles y vehículos	2,887,209	893,798	1,890,503
Amortización de activos intangibles	146,440	100,720	100,721
Depreciación de activo por derecho de uso	5,360,532	5,214,008	5,067,484
Baja activo por derecho de uso y pasivo por arrendamiento	-	-	-
Interés en arrendamientos	1,721,724	1,768,295	1,814,866
Gasto interés préstamos	4,904,181	4,674,728	5,822,159
Jubilación patronal y desahucio	2,670,539	2,723,819	2,777,098
Contingencias	-	-	-
<i>Variación en capital de trabajo</i>			
Variación de activos – (aumento) disminución:			
Cuentas por cobrar comerciales	(8,632,712)	(3,384,966)	3,508,843
Cuentas por cobrar a compañías relacionadas	(326,241)	(18,641)	(18,640)
Impuestos por recuperar	(21,667,095)	(22,100,400)	(22,542,408)
Otras cuentas por cobrar	2,142,352	(787,138)	(787,138)
Inventarios	727,720	1,855,461	2,983,203
Gastos pagados por anticipado	(282,936)	112,006	112,006
Activos financieros	29,817,490	(2,480,490)	(9,947,761)
<i>Variación de pasivos – aumento (disminución)</i>			
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	18,116,973	17,331,368	16,473,046
Provisiones	(529,523)	481,723	481,723
Cuentas por pagar a compañías relacionadas	-	-	-
Impuestos por pagar	25,131,376	24,414,114	23,705,554
Beneficios a empleados	5,163,058	(6,562,615)	(6,993,314)
Efectivo provisto por actividades de operación (Antes de Intereses e Impuestos)	99,688,440	57,785,946	57,060,911
Intereses pagados	5,527,468	6,415,868	7,304,268
Impuesto a la renta pagado	(20,125,462)	(14,624,300)	(9,123,138)
Impuestos fiscales pagados	-	-	-
Efectivo neto provisto por las actividades de operación	85,090,446	49,577,514	55,242,041
Flujo de efectivo de las actividades de inversión:			
Adiciones de propiedad, planta, equipos, muebles y vehículos, neto	(7,683,989)	(11,731,923)	(15,779,858)
Adiciones de intangibles	(408,488)	-	-
Efectivo neto (utilizado en) las actividades de inversión	(8,092,477)	(11,731,923)	(15,779,858)
Flujo de efectivo de las actividades de financiación:			
Pago de arrendamientos	(12,356,659)	(12,031,876)	(11,707,092)
Dividendos pagados	(20,963,394)	(19,725,450)	(18,487,506)
Efectivo recibido por préstamos y obligaciones financieras	60,331,111	115,722,625	182,169,075
Efectivo pagado por préstamos y obligaciones financieras	(98,348,465)	(119,693,667)	(187,093,806)
Efectivo neto (utilizado en) las actividades de financiamiento	(71,337,409)	(35,728,369)	(35,119,330)
Incremento (disminución) neto de efectivo en caja y bancos	5,660,560	2,117,222	4,342,853
Efectivo en caja y bancos al inicio del año	25,728,611	31,389,171	33,506,393
Efectivo en caja y bancos al final del año	31,389,171	33,506,393	37,849,247

Como se puede observar, la compañía prevé que para el año 2025 se normalice el precio de la tonelada del caco de exportación, considerando que en el 2024 se llegó a niveles máximos históricos, hecho por el cual, se disparan las ventas. Con este antecedente, la Compañía normaliza nuevamente las ventas alcanzando para el 2025 unas ventas por USD481 millones, representando esto un incremento del 5% con respecto al 2023 en donde se tenía las ventas normalizadas. Considerando esto, la compañía la compañía estima crecer anualmente en un 2%, alcanzando así hasta el 2027, ventas por USD500 millones. Cabe indicar que las ventas a lo largo de los años vienen incrementando constantemente a un ritmo del 3%, hecho por el cual, es consistente con la proyección realizada para los años 2025-2027 donde se ha establecido un crecimiento del 2%.

Por otro lado, la Compañía mantiene entre el 75 y 82% de sus ventas como costo, lo que indica una pérdida de poder de negociación con los proveedores, así como también, sugiere un incremento en los costos de las materias y de los costos logísticos asociados.

Con respecto a los gastos operativos, en el período histórico (2021–2024), los gastos de administración y venta crecieron de forma considerable puesto que en 2023, representaron alrededor del 16% de las ventas, y en 2024 aumentaron hasta cerca del 21%, lo que presionó la rentabilidad operativa; sin embargo, en los años proyectados, sugiere que se consolidará una política de control de gastos, con una relación estable (13%–14% de ventas), lo cual evidencia disciplina administrativa hacia la eficiencia.

En cuanto a la utilidad operativa, cae de USD48.2 millones en 2021 a USD23.7 millones en 2024, reduciéndose casi a la mitad, lo que refleja los efectos combinados de márgenes brutos más bajos y aumento de gastos fijos; sin embargo, en el período proyectado, se mantiene entre USD22–USD23 millones, lo cual indica una estabilización operativa sin crecimientos significativos, reflejando una posición conservadora.

Sobre los costos financieros, se han visto incrementados a lo largo de los años debido a la contratación de préstamos financieros que también han sido obtenidos por la Compañía en los años analizados; sin embargo, para los años proyectados, la compañía prevé una reducción de la deuda o mejor gestión financiera en las proyecciones futuras, posiblemente por refinanciamiento o disminución del apalancamiento.

Finalmente, en cuanto a la utilidad, se refleja que la misma ha ido disminuyendo a lo largo de los años pasando así de USD22.7 millones en 2021 a USD8.2 millones en 2024, sin embargo, para los años proyectados, se estima contar con un incremento de las utilidades, llegando así entre USD11 millones y USD13 millones, tomando en considerando que, las partidas previas a este rubro, como son participación a trabajadores e Impuesto a la Renta, seguirán con una tarifa del 15 y 25%, respectivamente.

Lo indicado, evidencia una recuperación moderada luego del deterioro de 2024, pero sin alcanzar los niveles previos. La rentabilidad neta sobre ventas proyectada se mantiene entre 2.5 % y 2.8 %, relativamente baja frente a los años 2021–2023 (entre 3.6% y 5 %).

Por otro lado, se puede apreciar en los estados financieros proyectado que ha existido un crecimiento del 6% respecto de sus activos totales, lo que refleje una proyección positiva para los accionistas y que está alineada con la visión a corto y mediano plazo de la compañía.

Así también, la gestión del flujo de caja será gestionada eficientemente ya que se refleja un incremento de la liquidez de la Compañía. Las políticas tanto de cobro y pago a clientes y proveedores, respectivamente, así como, la gestión de políticas de CAPEX y OPEX, reflejan una eficiencia ya que se prevé contar con mayores niveles de disponible para poder afrontar cualquier inversión futura o cubrir obligaciones con terceros.

3.4. Análisis de sensibilidad.

Producto de la proyección de los balances para los periodos 2025-2027, se detalla a continuación un análisis de sensibilidad sobre los principales indicadores financieros:

ROE (Decreciente del 3% al 2%)

La fuerte caída en el ROE es la conclusión del deterioro de la rentabilidad. Significa que el rendimiento que la empresa ofrece a sus accionistas (dueños del patrimonio) está disminuyendo significativamente. Esta tendencia afectará negativamente la percepción de valor de la empresa y, en un modelo de descuento de flujos, podría justificar una reducción en el crecimiento perpetuo (g) asumido.

ROA (Decreciente 3% al 2%)

La disminución del ROA indica que la empresa se está volviendo menos eficiente en la generación de ganancias a partir de sus activos totales. Esto puede ser resultado de un crecimiento de activos (inversiones) que no genera un aumento proporcional en la utilidad neta, o directamente por la caída del ROS.

ROS (Decreciente 18% al 12%):

Esta es la señal más crítica, ya que afecta directamente la capacidad de la empresa para retener ganancias de sus ventas. La caída del 3% al 2% sugiere una fuerte presión sobre los márgenes operativos, ya sea por un aumento desproporcionado en los costos de venta (COGS) o los gastos operativos, o por una incapacidad para subir los precios de venta. Esta variable debe ser el foco primario del análisis de sensibilidad en el modelo de valoración.

Liquidez corriente (Ligeramente creciente pasando del 0.88 al 0.94):

La mejora indica una gestión activa del capital de trabajo para equilibrar las deudas de corto plazo. Sin embargo, dado que el valor se mantiene por debajo de 1, la empresa proyecta una situación de iliquidez técnica (activos corrientes insuficientes para cubrir pasivos corrientes). Esto no necesariamente implica riesgo de quiebra, pero sí una alta dependencia de la rotación de activos operativos (cobranza e inventarios) para cumplir con sus obligaciones.

Prueba ácida (Creciente, pasando del 0.55 al 0.66):

La mejora en este ratio es más pronunciada y es positiva, ya que mide la capacidad de pago más inmediata, excluyendo los inventarios. La tendencia creciente sugiere una gestión más estricta de cuentas por cobrar o caja, permitiendo a la empresa una mayor capacidad de reacción ante un pasivo inmediato, aun con un bajo nivel general de liquidez.

Endeudamiento del activo (Decreciente, pasando 82% \$ 79%):

Un ratio del 79% en 2027 significa que el 79% de los activos de la empresa están financiados con deuda y solo el 21% con patrimonio. Aunque el riesgo es alto, la tendencia decreciente indica que la dirección está buscando activamente reducir la dependencia del pasivo, fortaleciendo la base patrimonial.

Apalancamiento (Decreciente pasando del 5.70 al 4.79):

Este ratio (Pasivo Total / Patrimonio) confirma la estrategia de desapalancamiento. Una disminución de 5.70 a 4.79 implica que por cada unidad monetaria de patrimonio, la empresa pasará de tener USD5.70 a USD4.79 de deuda. Este cambio tiene una doble

implicación en la valoración: reduce el riesgo financiero, pero también reduce el efecto palanca sobre el ROE, lo que es coherente con la caída proyectada del ROE.

Promedio días de cobranza (Estancamiento/Ligero Aumento (aprox. 65 días):

Este indicador permanece alto y estancado. Retrasar la cobranza a 65 días (más de dos meses) inmoviliza una cantidad significativa de efectivo, actuando como un uso de caja y aumentando las necesidades de Capital de Trabajo Operativo. Esta es una variable clave a sensibilizar, ya que una mejora en la eficiencia de cobranza liberaría flujos de caja importantes.

Promedio días de pago (Crecimiento significativo pasando de 56 a 85 días):

Esta es la única tendencia de gestión fuertemente favorable en términos de flujo. Al duplicar el tiempo de pago a proveedores, la empresa está logrando financiarse sin costo por un período mucho más largo. Esto genera un flujo de caja positivo por la gestión de proveedores que compensa parcialmente la ineficiencia de la cobranza.

Rotación de inventarios (Creciente pasando de 3.95 a 4.31):

La mejora sugiere que los procesos de venta o producción son más rápidos. Una mayor rotación implica menores costos de mantenimiento de inventario y menor riesgo de obsolescencia. Esta tendencia impacta positivamente el ciclo de efectivo y las necesidades de capital de trabajo.

3.5.Conclusiones interpretativas.

La empresa experimentó un fuerte crecimiento hasta 2024, pero con una caída de márgenes debido al aumento de costos y gastos operativos.

Las proyecciones muestran una etapa de maduración, con ventas estables y control de gastos, pero sin expansión agresiva.

El margen neto proyectado es bajo, lo que sugiere que la empresa debería priorizar mejorar la eficiencia productiva y financiera para sostener su rentabilidad.

La reducción de gastos financieros proyectados es un punto positivo que podría aliviar el flujo de caja y mejorar el resultado neto.

En cuanto análisis Dupont, El escenario base proyecta un deterioro sistémico de la rentabilidad operativa, lo que exige que el análisis de sensibilidad explore rangos pesimistas para el ROS, impactando directamente el Flujo de Caja Libre Proyectado.

En cuanto a la liquidez, esta es positiva, pero los niveles bajos implican que cualquier retraso en el Periodo Medio de Cobranza o un problema de rotación de inventarios podría generar una crisis de flujo de caja a corto plazo.

En cuanto a indicadores de solvencia y apalancamiento, la gestión proyecta una reducción prudente del riesgo de solvencia. No obstante, los niveles de endeudamiento siguen siendo elevados, haciendo que el Costo de la Deuda y, por ende, el Costo Promedio Ponderado de Capital WACC, sean sensibles a pequeños cambios en las tasas de interés o en la percepción de riesgo crediticio.

En cuanto a indicadores de gestión, se proyecta un esfuerzo consciente para alargar el Ciclo de Conversión de Efectivo (CCE) mediante el aumento del plazo de pago a proveedores. Sin embargo, la ineficiencia de cobranza sigue siendo el cuello de botella

principal, lo que hace que las necesidades operativas de fondos sea altamente sensible a cualquier deterioro en el crédito a clientes.

En conjunto, las proyecciones conservadoras para 2025–2027 muestran una continuidad del desempeño estable, coherente con un contexto de crecimiento moderado del consumo y ajustes graduales en costos. La tendencia proyectada sugiere que la compañía mantendrá su liderazgo financiero y operativo dentro de la industria alimenticia ecuatoriana, con indicadores que, aunque ligeramente más contenidos que en el pasado, siguen situándose por encima del promedio sectorial.

4. APLICACIÓN DEL MODELO DE FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS (DCF)

4.1. Supuestos y premisas del modelo

La valoración mediante el método de Flujos de Caja Descontados (DCF) se fundamenta en la capacidad de la empresa para generar beneficios líquidos en el futuro, los cuales son traídos al valor presente mediante una tasa de descuento que refleja el riesgo operativo y financiero.

Para la aplicación del modelo en la Compañía analizada, se han definido los siguientes lineamientos:

4.1.1. *Horizonte de Proyección y Valor Terminal.*

- **Periodo de pronóstico explícito:** Se establece un horizonte de 3 años (2025-2027). Este periodo se considera suficiente para que las inversiones estratégicas de la firma alcancen un estado de madurez operativa.

La precisión de un modelo DCF depende de la calidad de los datos de entrada y del horizonte de tiempo definido. Para el caso de la Compañía analizada, se ha determinado un periodo de proyección explícita de tres años (2025-2027), decisión fundamentada en criterios de prudencia financiera y estabilidad operativa.

El uso de un horizonte de tres años para el cálculo del Enterprise Value se sustenta en los siguientes pilares técnicos:

- **Madurez del modelo de negocio:** la Compañía analizada es una empresa en etapa de madurez en el mercado ecuatoriano. Al no ser una startup o una empresa en fase de hipercrecimiento, sus flujos de caja operativos tienden a estabilizarse rápidamente, permitiendo que el tercer año sea un reflejo fiel del estado estacionario necesario para calcular el Valor Terminal.
- **Volatilidad del Entorno Macroeconómico:** Dada la coyuntura económica de Ecuador (riesgo país volátil y dependencia de factores externos), las proyecciones a muy largo plazo pierden fiabilidad estadística. Un periodo de tres años permite capturar la tendencia inmediata con un menor margen de error en los supuestos de inflación y tasas impositivas.
- **Ciclo de Inversión (CAPEX):** Se ha analizado que el plan de inversiones en activos fijos proyectado para el trienio cubre las necesidades de mantenimiento y expansión previstas, permitiendo que a partir del año 3 la empresa opere bajo un crecimiento constante (g) sostenible.

La selección de un horizonte de tres años (2025-2027) no es arbitraria; responde al principio de Estado Estable propuesto por (Damodaran, Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 2012), quien afirma que una vez que la compañía alcanza márgenes operativos sostenibles, como es el caso de la Compañía analizada, la proyección explícita puede dar paso al cálculo del valor terminal. Asimismo, se sigue la recomendación de (Copeland, Koller, & Murrin, 2000) sobre evitar la dispersión de los supuestos

en entornos de alta volatilidad macroeconómica, como es el mercado ecuatoriano, priorizando la calidad de los datos sobre la extensión del periodo.

- **Tasa de crecimiento perpetuo (g):** Para el cálculo del Valor Terminal, se asume una tasa de crecimiento constante alineada con la inflación proyectada a largo plazo y el crecimiento del PIB sectorial en Ecuador. El valor se ha estimado en el 2% tomando en consideración el crecimiento histórico de la Compañía analizada, factores macroeconómicos del país y la intensidad de crecimiento que tiene la administración de la organización.

4.1.2. Premisas macroeconómicas.

Considerando el entorno de economía dolarizada en Ecuador, los supuestos clave incluyen:

- **Inflación:** Se utilizan las proyecciones del Banco Central del Ecuador (BCE) y el FMI para ajustar tanto los costos de ventas como los gastos administrativos.
- **Riesgo País:** Al ser un factor determinante en la tasa de descuento, se toma como referencia el EMBI (Emerging Markets Bond Index) de Ecuador para el cálculo del costo de capital.

4.1.3. *Supuestos operativos (Drive de ingresos y costos).*

- **Crecimiento de ventas:** Basado en el comportamiento histórico de las líneas de producto (lácteos, confitería, cafés, etc.) y la elasticidad del consumo en hogares ecuatorianos.
- **Margen EBITDA:** Se asume una convergencia hacia el promedio histórico de la industria de alimentos y bebidas, considerando eficiencias operativas por economías de escala.
- **CAPEX y Depreciación:** Las inversiones en activos fijos se proyectan en función del plan de mantenimiento y expansión de las plantas de producción locales (como la de Cayambe o Guayaquil).

4.1.4. *Estructura de Capital y Tasa de Descuento (WACC).*

El cálculo del costo promedio ponderado de capital (WACC por sus siglas en inglés) se basa en la siguiente fórmula:

$$WACC = (E/V) \times K_e + (D/V) \times K_d \times (1 - T_c)$$

Donde:

- **K_e (Costo del Patrimonio):** Calculado mediante el modelo CAPM, ajustado por el Riesgo País de Ecuador (RP) y el riesgo de industria (Beta apalancado).
- **K_d (Costo de la Deuda):** Basado en la tasa de interés promedio de los pasivos financieros de Nestlé Ecuador.
- **T (Tasa Impositiva):** Se considera el Impuesto a la Renta vigente en Ecuador, incluyendo la participación de trabajadores (36.25%).

4.2. Determinación del Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC)

4.2.1. Introducción y fundamentos del Costo de Capital.

El Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC, por sus siglas en inglés) es la métrica más crítica en el proceso de valoración de empresas bajo el método de flujos de caja descontados. Representa el costo promedio que una empresa debe pagar a sus financistas tanto acreedores como accionistas por el uso de su capital. Para la Compañía analizada, este cálculo es fundamental para determinar el valor intrínseco de su negocio en el mercado local.

El WACC actúa como la "tasa de corte" o retorno mínimo que la empresa debe generar sobre su base de activos para satisfacer a quienes le han proporcionado fondos. Si la rentabilidad sobre el capital invertido (ROIC) es superior al WACC, la empresa está creando valor económico; de lo contrario, está destruyendo riqueza.

4.2.1.1. Análisis del Costo de la Deuda (Kd).

El costo de la deuda representa la tasa de interés efectiva que la Compañía analizada enfrenta en sus obligaciones. Para este estudio, se ha realizado un levantamiento de la estructura de pasivos financieros de la compañía, totalizando un monto de \$196,386,999.

Al observar la composición de la deuda en la tabla de costos de capital, se identifica una estrategia de diversificación:

- Banca Internacional (Citibank y Santander): Instituciones con montos de USD27 y USD40 millones respectivamente, con costos antes de impuestos del 8% al 9%.
- Banca Local (Pichincha, Internacional, Produbanco, Guayaquil): Con tasas de hasta el 10%, reflejando las condiciones de liquidez del sistema financiero ecuatoriano.
- Papel Comercial: Representa una fuente eficiente de corto plazo con el costo más bajo del portafolio (5% antes de impuestos).

Un concepto vital es el Escudo Fiscal (Tax Shield). Dado que los intereses por financiamiento son deducibles en Ecuador, el costo real para la empresa es la tasa neta del impuesto. Una tasa nominal del 10% se convierte en un costo neto aproximado del 6.11% al 6.62%.

4.2.1.2. *El Costo del Patrimonio (K_e) a través del Modelo CAPM.*

El costo del patrimonio es una estimación del rendimiento que los accionistas esperan recibir dado el nivel de riesgo asumido. Debido a que la Compañía analizada no cotiza en la bolsa local, se aplica el modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) con ajustes específicos para mercados emergentes, integrando los siguientes componentes:

- Tasa Libre de Riesgo (R_f):

Para representar el activo libre de riesgo, se han utilizado los rendimientos de los Bonos del Tesoro de los Estados Unidos a 10 años. Se selecciona este plazo por ser el estándar internacional en valoraciones de empresas en marcha. Para mitigar la volatilidad de corto plazo, se analizó la serie histórica 2000-2024, identificando una media aritmética de

3.25%. Esta tasa compensa al inversor por el valor del dinero en el tiempo sin considerar riesgos de impago.

- Rendimiento del Mercado y Prima de Riesgo ($R_m - R_f$):

La Prima de Riesgo de Mercado (MRP) representa el exceso de rendimiento exigido sobre la tasa libre de riesgo por invertir en activos con riesgo (acciones). Se analizó el rendimiento total del índice S&P 500 desde el año 2000 hasta el cierre de 2024, el cual presenta una media aritmética del 9.25%. Al restar la tasa libre de riesgo histórica del rendimiento esperado del mercado, como exige la fórmula de CAPM, se obtiene una prima de mercado global de 6%.

- Coeficiente Beta (β) de la Industria:

El coeficiente Beta es una medida fundamental dentro del modelo Capital Asset Pricing Model (CAPM), cuya función principal es cuantificar el riesgo sistemático o riesgo de mercado de un activo. A diferencia del riesgo específico (que puede diversificarse), la Beta mide qué tan sensible es la rentabilidad de una empresa frente a las fluctuaciones del mercado en su conjunto; para lo cual, se ha tomado la Beta de la industria de "Beverages" (Bebidas) de la base de datos de Aswath Damodaran.

Para reflejar fielmente el riesgo financiero de la Compañía analizada, se procedió a ajustar la Beta del sector obtenida. Dado que la Beta Desapalancada del sector es de 0,47, esta cifra representa el riesgo del negocio sin considerar su estructura de financiamiento. Para obtener la Beta Apalancada, se aplicó la fórmula de Hamada, incorporando la estructura de capital propia de la Compañía analizada, la cual presenta un ratio Deuda/Patrimonio del 604,13% (equivalente a una composición de 69,90% Deuda y 30,10% Patrimonio).

Este resultado de 2,32 representa la Beta que se utilizará en el modelo CAPM. Este incremento sustancial respecto a la beta desapalancada (de 0,47 a 2,32) se justifica por el alto nivel de apalancamiento financiero de la empresa (604,13%), lo que eleva significativamente el riesgo percibido por el accionista ante las obligaciones fijas de deuda.

- Incorporación del Riesgo País (CRP):

Finalmente, para aterrizar el cálculo a la realidad ecuatoriana, se añade la Prima de Riesgo País medida por el EMBI (Emerging Markets Bond Index). Se analizó el historial desde el año 2000, notando que Ecuador presenta una volatilidad estructural debido a factores políticos y petroleros para lo cual, se normalizó la media aritmética obtenida de este factor dando como resultado, un valor del 9.28%. Esta normalización del Riesgo País, excluye factores puntuales de eventos que no corresponden a situaciones comunes, como son el default del año 2008 de la deuda externa de los bonos (2012-2030) y la crisis bancaria por la dolarización del país del año 2000.

Con esta explicación, el CRP es lo que permite que el K_e resultante (26.42%) sea coherente con la realidad de un mercado emergente.

La integración final se realiza multiplicando los costos individuales obtenidos por su peso proporcional:

1. Aporte de la Deuda: Representa el 69.90% del financiamiento total. Su aporte al WACC total es de 3.65%, beneficiándose de tasas competitivas y el escudo fiscal.
2. Aporte del Patrimonio: Representa el 30.10% del fondeo. A pesar de su menor peso, su alto costo (26.42%) genera un impacto de 7.95% en el cálculo final.

Al consolidar ambos componentes, se obtiene un WACC final del 11.60%.

4.3.Cálculo del valor intrínseco mediante DCF: Enterprise Value y Componentes

La determinación del Enterprise Value (EV) o Valor de la Empresa constituye el núcleo del modelo de Flujos de Caja Descontados (DCF). Este valor representa la suma del valor presente de los flujos operativos futuros más el valor presente de la perpetuidad de la empresa.

A continuación, se presentan los dos métodos utilizados para la determinación del Flujo de Caja Libre en el presente estudio. Es importante destacar que, bajo una correcta construcción del modelo, ambos procedimientos deben converger en un mismo resultado, garantizando la consistencia financiera de la valoración:

- Método Indirecto (A partir de la Utilidad Operativa - EBIT):

Este método es el más utilizado en la práctica profesional por su enfoque puramente operativo. Su principal característica es que aísla las decisiones de operación de las de financiación desde el inicio.

Parte del EBIT, al cual se le deducen los impuestos (NOPAT), se reintegran las partidas que no implican salida de efectivo (depreciaciones y amortizaciones) y se ajustan las inversiones en capital de trabajo (NOF), activos fijos (CAPEX) y el Escudo Fiscal (Tax Shield) correspondiente a gasto por intereses:

	<u>2025</u>	<u>2026</u>	<u>2027</u>
(+) Ingresos por Ventas (Sales Revenues)	481,491,000	491,120,000	500,942,400
(-) Costos y Gastos Operativos	(438,657,310)	(448,411,210)	(457,364,475)
(=) EBITDA	42,833,690	42,708,790	43,577,925
(-) Depreciación y Amortización	(20,209,690)	(20,387,790)	(20,611,610)
(=) EBIT	22,624,000	22,321,000	22,966,315
(-) Impuestos	(4,331,000)	(4,399,000)	(4,365,000)
(=) NOPAT	18,293,000	17,922,000	18,601,315
(+) Depreciación y Amortización	20,209,690	20,387,790	20,611,610
(+/-) Variación en NOF	16,614,546	(14,665,017)	(10,687,626)
(-) CAPEX	(8,092,477)	(11,731,923)	(15,779,858)
(-) Escudo fiscal	(2,009,750)	(1,887,250)	(2,108,971)
(=) Flujo de Caja Libre (FCF)	45,015,009	10,025,599	10,636,470

- Método de Conciliación (A partir de la Utilidad Neta):

Este método es útil para verificar la coherencia entre el Estado de Resultados y el flujo generado para los proveedores de capital.

Inicia con la Utilidad Neta del ejercicio. Su característica distintiva es que requiere reajustar o "reversar" los gastos e ingresos financieros (netos de su efecto impositivo), ya que estos componentes pertenecen al flujo de financiación y no al operativo. Es una vía de reconciliación que demuestra cómo la utilidad disponible para el accionista se transforma en flujo disponible para todos los inversionistas al eliminar el efecto del apalancamiento:

	<u>2025</u>	<u>2026</u>	<u>2027</u>
Utilidad neta	12,994,000	13,195,000	11,348,004
(+) Depreciaciones y amortizaciones	20,209,690	20,387,790	20,611,610
(+) Gastos financieros	8,039,000	7,549,000	8,435,885
(-) Ingresos financieros	(2,740,000)	(2,822,000)	(1,182,574)
(-) Escudo fiscal	(2,009,750)	(1,887,250)	(2,108,971)
(+/-) Variación en NOF	16,614,546	(14,665,017)	(10,687,626)
(-) CAPEX	(8,092,477)	(11,731,923)	(15,779,858)
Flujo de caja libre	45,015,009	10,025,599	10,636,470

Se cual sea el método que se utilice, se converge en el mismo resultado obtenido para determinar el Flujo de Caja Libre (FCF). Posterior a ello, se calcula el Valor Terminal de la Compañía y, con ambos conceptos obtenidos, se procede a determinar el valor presente de cada uno, como se indica a continuación:

	<u>2025</u>	<u>2026</u>	<u>2027</u>
Flujo de caja libre	45,015,009	10,025,599	10,636,470
<i>Valor Presente Flujo de Caja Libre</i>	40,335,090	8,049,367	7,651,993
<i>Valor Terminal:</i>			112,981,889
<i>Valor presente del Valor Terminal:</i>			81,280,411
<u>Valor de la empresa (Enterprise Value)</u>			<u>137,316,861</u>

4.3.1. Metodología de Cálculo del Flujo de Caja Libre (FCF).

El Flujo de Caja Libre se define como la cantidad de dinero que la operación de la Compañía analizada genera tras cubrir sus necesidades de reinversión en activos fijos y capital de trabajo. Para su cálculo, se aplicó el siguiente procedimiento técnico basado en la Utilidad Neta proyectada:

- **Ajuste por Gastos No Desembolsables:** Se suman las Depreciaciones y Amortizaciones (aprox. USD17.5M anuales), dado que son cargos contables que no implican salida de efectivo.
- **Tratamiento del Apalancamiento (Unlevered Flow):** Para que el flujo sea independiente de la estructura de capital, se resta el Ingreso Financiero, se suman los Gastos Financieros y se resta el Escudo Fiscal correspondiente (Gastos Financieros x 25% de Impuesto a la Renta). Esto permite que el flujo sea descontado posteriormente a la tasa WACC.

- **Variación de las NOF (Necesidades Operativas de Fondos):** Representa la inversión neta en el ciclo de operación. En 2025, la disminución del saldo de NOF (de USD72.06 millones a USD55.45 millones) generó una liberación de caja de USD16.61 millones, la cual se suma al flujo. En los años posteriores (2026-2027), el incremento de las operaciones demanda mayor capital de trabajo, resultando en flujos negativos por este rubro (USD14.66 millones y USD10.68 millones, respectivamente).
- **Inversión en Activos Fijos (CAPEX):** Se restan las inversiones proyectadas en propiedad, planta y equipo necesarias para la sostenibilidad operativa de las fábricas de la Compañía analizada en el país.

Como resultado, se obtuvieron flujos de caja libre de USD47.75 millones (2025), USD12.84 millones (2026) y USD11.81 millones (2027).

4.3.2. Determinación del Valor Terminal (VT).

Dado que se asume que la Compañía analizando continuará operando más allá del horizonte de proyección explícito (2027), se calculó un Valor Terminal que captura el valor de todos los flujos futuros a perpetuidad.

- **Cálculo del VT:** Se utilizó el modelo de crecimiento constante de Gordon, tomando el flujo del último año y proyectándolo a una tasa de crecimiento estable (g) del 2%. El valor obtenido al final del 2027 es de USD112,981,889.

- **Valor Presente del VT:** Para ser sumado al valor actual, este monto se descontó al año 2024 utilizando el factor de descuento del WACC (11.60%) a 3 años. El resultado es un valor presente de la perpetuidad de USD81,280,411.

4.3.3. Consolidación del Enterprise Value.

El valor final de la empresa se obtiene mediante la suma aritmética de los valores presentes de cada componente:

Enterprise Value = VP Flujos 2025 - 2027 + VP Valor Terminal

Con la formula anteriormente aplicada, el Enterprise Value de la Compañía analizada, da como resultado un valor de USD137,316,861.

4.4.Determinación del Valor del Patrimonio (Equity Value)

Una vez determinado el Valor de la Empresa o *Enterprise Value* (EV), el cual representa el valor de los activos operativos de la compañía independientemente de cómo estén financiados, es imperativo calcular el Valor del Patrimonio o *Equity Value*. Según Damodaran (2012), este representa el valor residual que le corresponde a los accionistas una vez que se han deducido todas las obligaciones financieras con terceros.

Para realizar esta transición del valor operativo al valor del accionista, se aplica el concepto de "Puente de Valor", restando la deuda financiera neta al cierre del último periodo real disponible, que en este estudio corresponde al ejercicio fiscal 2024.

4.4.1. Análisis de la deuda financiera.

A diciembre de 2024, la empresa presenta una estructura de deuda con costo que asciende a USD 137,264,760. Esta deuda se desglosa de la siguiente manera:

- Préstamos Bancarios: USD124,000,000, representando el componente principal de financiamiento a largo y corto plazo con instituciones financieras.
- Emisiones de Papel Comercial: USD13,264,760, correspondientes a obligaciones en el mercado de valores para capital de trabajo.

4.4.2. Cálculo del Valor del Patrimonio (Equity Value).

El cálculo se presenta en la siguiente ecuación, donde se observa la conciliación entre el valor de la operación y el valor final para los propietarios:

Valor del patrimonio (Equity Value): Value Enterprise (-) Deuda con costo (Préstamos bancarios y Emisión de papel comercial)			
Valor del patrimonio (Equity Value):	137,316,861 (-)	124,000,000.00 (-)	13,264,760.00
Valor del patrimonio (Equity Value):	52,101		

4.4.3. Interpretación de los resultados.

Los resultados obtenidos revelan una situación financiera particular. Si bien la operación de la empresa es capaz de generar un flujo de caja que sustenta un *Enterprise Value* de USD137.31 millones, el elevado nivel de apalancamiento financiero absorbe el 99.96% de dicho valor.

Esto implica que, en el escenario actual, el valor que efectivamente pertenece a los accionistas es de USD52,101. Este hallazgo es fundamental para el presente análisis, pues demuestra que la riqueza generada por los activos operativos está destinada

primordialmente al servicio de la deuda, dejando un margen mínimo de valor residual para el patrimonio. En términos estratégicos, esto sugiere que cualquier incremento en el valor para el accionista deberá provenir necesariamente de una optimización de la estructura de capital o de una reducción agresiva del pasivo con costo.

4.5. Conclusiones interpretativas

- Viabilidad del Modelo DCF: Se concluye que el modelo de Flujos de Caja Descontados es la metodología de valoración que permite capturar tanto la madurez operativa en Ecuador como el riesgo país implícito en la tasa de descuento del 11.60%.
- Eficiencia en el Capital de Trabajo: El valor de la empresa está fuertemente influenciado por la gestión de las NOF. La liberación de caja proyectada para 2025 (USD16.61 millones) actúa como un impulsor positivo de liquidez en el corto plazo, compensando las inversiones necesarias en años posteriores.
- Sostenibilidad a Perpetuidad: El Valor Terminal representa el 59.19% de la valoración total (USD137.31 millones en valor presente), lo que demuestra que la empresa es un negocio en marcha sólido cuya capacidad de generar valor trasciende el horizonte explícito de tres años.
- Robustez de la Tasa WACC: El costo de capital obtenido refleja fielmente la estructura de financiamiento de la Compañía analizada, donde el alto costo del patrimonio (26.42%) es mitigado por una estructura de deuda diversificada y el aprovechamiento del escudo fiscal, resultando en una tasa de descuento competitiva para el mercado local.

- Respecto del horizonte de 3 años para la proyección de estados financieros que sirven de sustento para la valoración, se debe aclarar que, aunque el estándar suele ser de 5 años, para empresas con alta madurez y en entornos de volatilidad macroeconómica como el de Ecuador, una proyección de 3 años minimiza el error de estimación y cumple con los principios de prudencia de Damodaran (2012) y Copeland (2000).
- En cuanto a la Tasa de Crecimiento (g) del 2% utilizada para el cálculo del valor terminal, se justifica como una medida conservadora alineada con las expectativas de inflación a largo plazo, garantizando que no se sobreestime el valor de la compañía a perpetuidad.
- El análisis revela que el 99.96% del valor generado por la operación de la compañía (*Enterprise Value*) se encuentra comprometido para cubrir obligaciones con terceros. Esto indica que la empresa opera primordialmente en beneficio de sus acreedores financieros (bancos y tenedores de papel comercial), dejando un margen de maniobra extremadamente reducido para la distribución de dividendos o la reinversión mediante fondos propios.
- La estrecha diferencia de USD52,101 entre el valor operativo y la deuda financiera expone a los accionistas a un alto riesgo de mercado. Bajo esta estructura, cualquier variación negativa mínima en el flujo de caja operativo o un incremento en las tasas de interés (WACC) podría erosionar por completo el valor del patrimonio, situando a la empresa en una zona de posible subvaloración o insolvencia técnica desde la perspectiva de mercado.
- Para incrementar el *Equity Value*, la administración no debe enfocarse únicamente en el crecimiento de las ventas, sino prioritariamente en una estrategia de desapalancamiento. Solo mediante la reducción del pasivo con costo o la optimización de los gastos

financieros se podrá trasladar de manera efectiva el valor de la operación hacia el patrimonio de los accionistas.

5. ANÁLISIS DE RESULTADOS Y CONCLUSIONES DE LA VALORACIÓN

5.1.Comparación entre el valor calculado y valor de mercado

Tras la aplicación del modelo de Flujos de Caja Descontados (DCF), se ha determinado que el Valor Intrínseco (Enterprise Value) de la Compañía analizada asciende a USD137,316,861. Bajo el enfoque del análisis fundamental, este resultado permite realizar un contraste crítico frente a la valoración estática de la contabilidad y las condiciones del mercado local.

5.1.1. Valor Intrínseco frente al Patrimonio Contable.

Una de las comparaciones más reveladoras en la valoración de empresas es el contraste entre el valor de mercado de los activos operativos y su valor en libros. Al cierre del ejercicio 2024, el patrimonio contable real de la Compañía analizada ascendió a USD59.12 millones.

Al comparar esta cifra con el valor intrínseco calculado de USD137.31 millones, se observa una diferencia positiva de USD78.19 millones, lo que representa una relación de 2.32 veces el valor contable. Esta brecha de valor no es una discrepancia numérica, sino que constituye el valor adicional generado por la operación. Mientras que el patrimonio contable registra los activos a su costo histórico neto de pasivos, la valoración por DCF reconoce la capacidad de la compañía para generar flujos futuros, tales como los USD45.01 millones proyectados para el 2025.

5.1.2. *Valor Intrínseco frente al Patrimonio Contable.*

La diferencia de USD78.19 millones entre el valor contable y el valor intrínseco calculado no es un residuo contable, sino la cuantificación financiera del capital intangible de la Compañía. Retomando el análisis profundo realizado en el Capítulo 2, este excedente de valor se sustenta en los siguientes pilares del análisis fundamental:

- **Poder de Mercado y Barreras de Entrada (Basado en Porter):** Como se determinó en el análisis de las Cinco Fuerzas de Porter, la Compañía opera en un entorno con barreras de entrada sumamente elevadas. La escala de producción, el acceso exclusivo a materias primas locales (como la leche en la zona de Cayambe) y los contratos de exclusividad en canales modernos, impiden que nuevos competidores erosionen los márgenes en el corto plazo. Este aspecto, es lo que permite que la empresa proyecte una liberación de caja sostenida, justificando que su valor supere ampliamente su patrimonio contable.
- **Capital de Marca y Lealtad del Consumidor (Análisis Interno):** El análisis de los recursos y capacidades identificó a la Marca como el activo más crítico. La Compañía analizada, no solo vende productos, vende confianza en una economía donde la seguridad alimentaria es clave. Este activo intangible permite aplicar una estrategia de *Premium Pricing*, manteniendo márgenes EBITDA saludables incluso ante variaciones en la inflación. El valor de USD137.31 millones captura esa capacidad de cobrar un diferencial que el balance contable de USD59.12 millones (basado en costos históricos) ignora por completo.
- **Red de Distribución (Cadena de Valor):** Bajo el análisis de la Cadena de Valor del Capítulo 2, se destacó la logística de salida de distribución en el mercado ecuatoriano (llegando tanto al canal moderno como al tradicional/tiendas de barrio). Esta

infraestructura logística "invisible" asegura que el producto esté disponible ampliamente en el territorio nacional. Financieramente, esto se traduce en una rotación de inventarios eficiente y en la capacidad de optimizar las NOF, lo cual fue un motor clave para obtener los flujos de caja del 2025 al 2027.

- Resiliencia operativa ante el entorno (PESTEL): El análisis PESTEL subrayó que, a pesar de la volatilidad política en Ecuador, el sector de alimentos y bebidas muestra una elasticidad-precio baja. El valor calculado reconoce que la Compañía tiene la estructura necesaria para navegar en una economía dolarizada, transformando la estabilidad monetaria en una ventaja competitiva para la repatriación de dividendos y la reinversión de capital (CAPEX), lo cual fundamenta la robustez del Valor Terminal (USD81.28 millones).

5.1.3. Discrepancias con el Precio de Mercado.

En el contexto ecuatoriano, la ausencia de una cotización bursátil fluida para la mayoría de las empresas maduras hace que el valor intrínseco de USD137.31 millones sea la referencia más técnica para una negociación. Si el "precio de mercado" fuera inferior al calculado, el análisis fundamental indicaría una infravaloración de la empresa, ignorando que el negocio es capaz de generar retornos superiores a su WACC del 11.60%.

En conclusión, el hecho de que el valor calculado supere en casi USD79 millones al patrimonio contable de 2024 ratifica que la Compañía analizada es una entidad generadora de valor económico, cuya riqueza reside en su flujo operativo y no únicamente en su estructura patrimonial histórica.

5.2. Interpretación de resultados: El Enterprise Value como síntesis del análisis fundamental

La determinación de un Enterprise Value de USD137,316,861 constituye el hallazgo central de esta investigación. Sin embargo, su interpretación no debe limitarse a un cálculo aritmético, sino entenderse como la culminación de un proceso de análisis fundamental que integra el entorno macroeconómico, la posición competitiva y la eficiencia operativa de la Compañía.

5.2.1. El Entorno como validador de la tasa de descuento.

La interpretación del valor empieza por la tasa WACC del 11.60%. Este porcentaje no es aleatorio; es el reflejo financiero de la realidad del país analizada en el PESTEL del capítulo 2.

El elevado Riesgo País (EMBI) de Ecuador presiona el costo del capital propio (K_e) hacia arriba.

No obstante, el valor de USD137.31 millones demuestra que la Compañía tiene la solidez necesaria para superar esta elevada tasa. Se debe notar que, a pesar de la volatilidad política y económica de Ecuador, la empresa genera flujos lo suficientemente robustos para justificar una valoración que casi triplica su valor en libros.

5.2.2. Ventajas competitivas traducidas en flujos de caja.

El análisis de las Cinco Fuerzas de Porter y la Cadena de Valor analizadas en el Capítulo 2, son los que soportan las proyecciones del contempladas en el Capítulo 4 y que reflejan dichos escenarios positivos.

El valor calculado captura el Moat (foso económico) de la empresa: su capacidad de fijar precios y su red de distribución masiva permiten proyectar márgenes EBITDA estables.

Sin estas ventajas competitivas cualitativas, sería imposible justificar un Valor Terminal de USD81.28 millones. Por lo tanto, el EV es la prueba de que las fortalezas internas de la Compañía (marca y logística) tienen un impacto monetario real y medible.

5.2.3. Las proyecciones de 3 años: Prudencia y realismo operativo.

Un punto crítico para el presente análisis es la interpretación del horizonte de proyección. El valor de la empresa se sustenta en una visión de corto-mediano plazo de tres años, lo cual se interpreta bajo dos premisas:

- **Visibilidad:** En una economía dolarizada, pero con incertidumbre fiscal, proyectar a 3 años otorga mayor fiabilidad al valor intrínseco.
- **Eficiencia en la gestión:** El EV refleja que la mayor creación de valor ocurre por la optimización de las NOF. El hecho de que el modelo reconozca una liberación de caja de USD16.61 millones en 2025 indica que la interpretación del éxito de la compañía no depende solo de "vender más", sino de "gestionar mejor" lo que ya tiene.

5.2.4. Síntesis del Valor Intrínseco.

En conclusión, el resultado de la tesis confirma que la Compañía es una generadora de valor económico (EVA). Si el valor calculado fuera cercano al patrimonio contable (USD59.12 millones), estaríamos ante una empresa que solo sobrevive. Pero, al alcanzar los USD137.31 millones, la interpretación final es que la estrategia de mercado, la resiliencia ante el entorno ecuatoriano y la disciplina financiera proyectada han creado un activo que vale 2.32 veces sus libros, consolidando así el éxito del enfoque de análisis fundamental aplicado en este estudio.

5.3. Discusión y validación con base a la teoría

La validez de una valoración de empresas no reside únicamente en la exactitud aritmética de sus cálculos, sino en la solidez de los fundamentos teóricos que los sustentan. En este acápite, se discuten los resultados obtenidos bajo el Enfoque del Análisis Fundamental, el cual postula que el valor de un activo depende de sus factores económicos subyacentes, tanto cuantitativos como cualitativos.

5.3.1. El Enfoque del Análisis Fundamental y el Valor Intrínseco.

De acuerdo con la teoría clásica del Análisis Fundamental (Graham & Dodd, 1934); (Damodaran, Conceptos Fundamentales de Valoración, 2012) , el objetivo de la valoración es hallar el "valor intrínseco", el cual puede diferir del precio de mercado. En

esta tesis, el valor de USD137.31 millones se valida como el valor intrínseco de la Compañía, pues no nace de una especulación de mercado, sino de un análisis exhaustivo de sus estados financieros y su posición estratégica.

El análisis fundamental exige que la valoración sea una "representación fiel" de la realidad económica. Al comparar el valor calculado con el patrimonio contable de USD59.12 millones, la teoría fundamental explica que la diferencia de casi USD79 millones es la cuantificación de los fosos económicos: ventajas competitivas que permiten obtener retornos superiores al costo del capital.

5.3.2. Validación de factores cualitativos como motores de valor.

La teoría moderna del análisis fundamental sostiene que los números son solo el reflejo de la calidad cualitativa de la compañía. En este sentido, la validación teórica se apoya en los hallazgos del Capítulo 2:

- **Entorno Sistémico (PESTEL):** La capacidad de la Compañía para operar en una economía dolarizada y capturar la resiliencia del sector de consumo masivo en Ecuador valida la sostenibilidad del flujo de caja. La teoría fundamental indica que empresas con baja elasticidad-precio en sus productos tienen un valor intrínseco más robusto ante crisis inflacionarias.
- **Ventaja Competitiva (Porter):** La validación teórica del Valor Terminal (USD81.28 millones) se soporta en la existencia de barreras de entrada. Según (Porter M. , 1980), una empresa que domina su cadena de valor y posee una marca líder puede proyectar

rentabilidad a perpetuidad, lo que justifica técnicamente que más del 50% de la valoración provenga del futuro lejano.

5.3.3. Validación del modelo DCF y el horizonte de proyección.

El uso del modelo DCF se valida bajo la tesis de (Damodaran, Conceptos Fundamentales de Valoración, 2012), quien lo considera la herramienta definitiva del análisis fundamental para valorar la capacidad de generación de efectivo. Por otro lado, la decisión de proyectar a 3 años se valida con los planteamientos de (McKinsey & Company, 2015). En mercados emergentes como el ecuatoriano, la teoría fundamental sugiere que la prudencia debe primar sobre la extensión del tiempo; proyectar más allá de lo que la visibilidad estratégica permite (3 años en este caso) introduciría "ruido" innecesario en el valor intrínseco, restándole rigor al presente estudio.

5.3.4. Eficiencia Operativa y NOF.

Finalmente, la incorporación de las Necesidades Operativas de Fondos (NOF) bajo la visión de (Benítez, 2012) refuerza el enfoque fundamental. El análisis fundamental no solo mira la utilidad neta, sino la "calidad de la utilidad". La liberación de caja proyectada por USD16.61 millones en 2025 confirma, desde la teoría, que la empresa tiene una gestión operativa superior, transformando sus ventas en efectivo real disponible para los inversores.

5.4. Análisis de la Transición del Enterprise Value al Equity Value

Tras la determinación del valor operativo de la Compañía, es fundamental analizar la distribución de dicho valor entre los distintos proveedores de capital. Este análisis permite comprender no solo cuánto vale la operación de la empresa, sino cuánto de ese valor pertenece efectivamente a los accionistas tras descontar las obligaciones financieras.

5.4.1. Impacto del Apalancamiento en el Valor del Accionista.

Como se detalló en el capítulo anterior, el *Enterprise Value* (EV) de la Compañía asciende a USD137,316,861. No obstante, al confrontar esta cifra con la deuda financiera con costo de USD137,264,760, se observa un fenómeno de alta concentración de valor en los acreedores.

El Equity Value resultante de USD 52,101 indica que el 99.96% del valor de la Compañía está comprometido para el pago de pasivos (préstamos bancarios y papel comercial). Desde una perspectiva de análisis de resultados, esto significa que la Compañía ha alcanzado un nivel de madurez operativa donde genera flujo suficiente para sostener una estructura de capital pesada, pero con un margen de seguridad mínimo para el patrimonio.

5.4.2. Relación entre el Valor Intrínseco y el Valor en Libros.

Un hallazgo relevante en este análisis es la comparativa frente al valor contable. Mientras que en las secciones previas se identificó una brecha significativa entre el EV y el

patrimonio neto en libros, el cálculo del *Equity Value* sitúa el valor real de mercado de la Compañía en una cifra que solamente es simbólica.

Esta discrepancia se explica por el riesgo financiero: el mercado (a través de la tasa WACC y el descuento de flujos) reconoce la capacidad generadora de la empresa, pero también castiga la vulnerabilidad que representa tener una deuda casi equivalente al valor total de sus activos operativos. En términos de resultados, la empresa posee una operación valiosa pero una estructura financiera que "absorbe" la riqueza creada, trasladándola del accionista hacia las instituciones financieras.

5.5.Recomendaciones para inversionistas y tomadores de decisiones

Tras el proceso de valoración integral bajo el enfoque de análisis fundamental, se derivan recomendaciones estratégicas orientadas a maximizar la creación de valor y mitigar los riesgos inherentes al entorno operativo de la Compañía analizada en el Ecuador.

5.5.1. Veredicto de Inversión: Margen de seguridad y valor intrínseco.

Se recomienda a los potenciales inversionistas considerar el Valor Intrínseco de USD137,316,861 como el precio de referencia técnica para cualquier toma de posición. Dado que este valor supera significativamente el patrimonio contable en USD78.19 millones, existe un robusto margen de seguridad basado en la capacidad de generación de caja y no solo en activos físicos.

Cualquier adquisición o participación que se negocie por debajo de este valor intrínseco representa una oportunidad de inversión atractiva, dado que el mercado estaría ignorando la eficiencia operativa y el valor de los intangibles (marca y distribución) identificados en el Capítulo 2.

5.5.2. Priorización de la eficiencia operativa (Gestión de las NOF).

Para la alta gerencia, la recomendación principal es institucionalizar la cultura de eficiencia en el capital de trabajo. El modelo demostró que la liberación de caja por USD16.61 millones en 2025 es el catalizador más potente del valor en el corto plazo.

En este contexto, se recomienda implementar tableros de control (KPIs) específicos para la rotación de inventarios y los plazos de cobro a clientes del canal moderno. Asimismo, se sugiere evitar que el crecimiento en ventas comprometa liquidez innecesaria, la cual es esencial para que el valor de la empresa no se vea afectado por ineficiencias en el ciclo operativo.

5.5.3. Monitoreo y Cobertura del Riesgo País (WACC).

Dado que el Riesgo País (EMBI) es el factor externo con mayor impacto en la tasa de descuento (WACC 11.60%), los tomadores de decisiones deben ser proactivos ante la volatilidad macroeconómica.

En ese sentido, se sugiere mantener una estructura de capital equilibrada que aproveche el escudo fiscal de la deuda, reduciendo así el costo promedio ponderado de capital. Asimismo, se recomienda realizar análisis de sensibilidad periódicos ante cambios en la calificación crediticia de Ecuador, ya que una reducción en el riesgo país incrementaría inmediatamente el atractivo y el valor de mercado de la Compañía analizada.

5.5.4. Fortalecimiento de activos intangibles y sostenibilidad.

Finalmente, se recomienda no descuidar la inversión en los pilares que sustentan el Valor Terminal (59.19% de la valoración). La continuidad del negocio a perpetuidad depende de la resiliencia de la marca frente a nuevos competidores analizados en las fuerzas de Porter.

En ese sentido, es recomendable ejecutar el plan de inversiones (CAPEX) proyectado con un enfoque en sostenibilidad y adaptación a las nuevas normativas ambientales y de consumo en el país. El valor a largo plazo de la Compañía analizada reside en su capacidad de seguir siendo la opción preferente del hogar ecuatoriano, transformando la confianza del consumidor en flujos de caja perpetuos.

5.5.5. Optimización del Valor del Patrimonio (Equity Value) y Estrategia de Desapalancamiento.

Se recomienda a los accionistas y a la alta gerencia implementar un plan de desapalancamiento financiero a mediano plazo. Los resultados del análisis demuestran que, aunque la Compañía es altamente valiosa en su operación (Enterprise Value de USD137.31 millones), la riqueza neta para el accionista (Equity Value de USD52,101) se encuentra limitada por el alto nivel de deuda con costo.

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

A continuación, se refleja una síntesis de las conclusiones y las recomendaciones estratégicas del presente trabajo de investigación, basadas en el análisis técnico y los hallazgos detallados en los capítulos precedentes:

Conclusiones.

- **Idoneidad del Enfoque Fundamental:** Se concluye que el Análisis Fundamental es la metodología más robusta para valorar empresas en mercados emergentes como el ecuatoriano. A diferencia de los métodos de mercado, este enfoque permite integrar factores cualitativos (como la reputación de marca y ventajas competitivas de Porter) con la realidad financiera interna, ofreciendo un valor intrínseco más fiel a la capacidad de generación de caja de la Compañía analizada.
- **Entorno Macroeconómico y Riesgo:** El contexto de 2025 en Ecuador muestra una recuperación económica moderada (crecimiento proyectado entre 1.9% y 2.8%) y una inflación controlada gracias a la dolarización. No obstante, el valor de la empresa está condicionado por riesgos estructurales, principalmente la volatilidad en el precio de materias primas (cacao y café) y el elevado Riesgo País, que sitúa el costo de capital (WACC) en un 11.60%.

- **Desempeño y Estructura Financiera:** El análisis histórico (2021-2024) reveló una tendencia decreciente en la rentabilidad (ROE y ROA) y un alto nivel de apalancamiento en comparación con la industria. Sin embargo, las proyecciones muestran una transición hacia una gestión más eficiente, con una estrategia de desapalancamiento que busca fortalecer la base patrimonial hacia 2027.
- **Resultados de la Valoración:** Se determinó un Enterprise Value (Valor Intrínseco) de USD137,316,861. Este valor es significativamente superior al patrimonio contable (USD59.12 millones), lo que representa la cuantificación técnica de los "fosos económicos" o ventajas competitivas de la compañía, como su capital de marca y su red de distribución nacional, que la contabilidad tradicional no logra capturar.

Así también, se concluye que, si bien la gestión operativa de la Compañía es eficiente y genera un valor de negocio (Enterprise Value) de USD137.31 millones, la estructura de capital se encuentra altamente presionada por el pasivo con costo. La diferencia residual que constituye el Equity Value (USD52,101) revela que el valor de la empresa está destinado casi en su totalidad al cumplimiento de obligaciones con terceros. Esto sitúa al accionista en una posición de vulnerabilidad ante posibles variaciones en las tasas de interés o una contracción del flujo operativo.

- **Eficiencia Operativa como Motor de Valor:** El modelo resalta que la mayor creación de valor en el corto plazo proviene de la optimización de las Necesidades Operativas de Fondos (NOF). La liberación de caja proyectada por USD16.61

millones en 2025 confirma que la eficiencia en el ciclo de conversión de efectivo es tan crucial para la valoración como el crecimiento en ventas.

Recomendaciones.

- **Para Inversionistas:** Se recomienda distinguir entre el valor de la operación (EV) y el valor de adquisición de las acciones (Equity Value). Dado que el valor del patrimonio es de USD52,101 tras deducir la deuda de USD137.26 millones, cualquier interesado en la compra de la compañía debe priorizar una estrategia de reestructuración de pasivos. Se recomienda a los actuales accionistas buscar un perfil de deuda con plazos más extensos o menores tasas para liberar flujo de caja que permita incrementar el valor residual del patrimonio.
- **Optimización de la Estructura de Capital:** Se recomienda una revisión profunda de la dependencia del papel comercial y préstamos bancarios. Dado que la deuda absorbe casi el 100% del valor de la empresa, es vital mejorar la calificación crediticia para reducir el costo de la deuda o considerar una capitalización de pasivos que permita equilibrar el balance y otorgar mayor valor real a las acciones de la Compañía.
- **Gestión estratégica de las NOF:** La alta gerencia debe priorizar la reducción del capital de trabajo atrapado en inventarios y cuentas por cobrar. Mantener la eficiencia operativa identificada en el modelo es vital para asegurar que el flujo de caja libre proyectado se convierta en liquidez real para los accionistas.

- **Mitigación del riesgo país y estructura de capital:** Debido a que el Riesgo País es el factor que más encarece el WACC, se sugiere monitorear activamente la calificación crediticia de Ecuador. Es recomendable mantener una estructura de capital equilibrada que aproveche el escudo fiscal de la deuda para reducir el costo promedio ponderado de capital ante la volatilidad del entorno.
- **Inversión en intangibles y sostenibilidad:** Para garantizar la sostenibilidad del Valor Terminal (que representa más de la mitad de la valoración total), la Compañía debe continuar su plan de inversiones (CAPEX) enfocado en la innovación y sostenibilidad. Esto permitirá mantener la lealtad del consumidor y proteger los márgenes operativos ante la alta rivalidad competitiva del sector de alimentos y bebidas en Ecuador.

Referencias:

- Agencia Nacional de Regulación, Control y Vigilancia Sanitaria - ARCSA. (2024). *Manual de Buenas Prácticas de Manufactura (BPM) y protocolos de auditoría sanitaria para la industria alimentaria*.
- Agencia Nacional de Regulación, Control y Vigilancia Sanitaria - ARCSA. (2024). *Instructivos de obtención de Registro Sanitario y tasas vigentes para alimentos procesados*.
- Asociación Nacional de Fabricantes de Alimentos y Bebidas - ANFAB. (2024). *Reporte anual del sector industrial alimentario ecuatoriano*.
- Banco Central del Ecuador. (2025). *Evolución de la economía ecuatoriana en 2024 y perspectivas 2025*. Quito.
- Benítez, M. (2012). *Análisis financiero y gestión de tesorería: El impacto de las NOF en el valor de la empresa*. Ediciones Pirámide.
- Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2000). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. John Wiley & Sons, Inc.
- Corporación Financiera Nacional. (2016). *Ficha Sectorial: Alimentos y Bebidas*. Quito.
- Damodaran, A. (2012). Conceptos Fundamentales de Valoración. En A. Damodaran, *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons, Inc.
- Deloitte. (2025). *Consumer Signals: Affordability and the bifurcation of consumption in the 2025 landscape*. Deloitte Development LLC.
- Diario El Universo. (15 de Abril de 2025). Crisis eléctrica en Ecuador: Pérdidas por USD 1.916 millones y el impacto en la matriz energética. *Diario El Universo*.
- Fernández, P. (2019). *Valoración de empresas y sensatez*. IESE Business School.
- Fondo Monetario Internacional - FMI. (2025). *Ecuador: 2024 Article IV Consultation and Staff Report on Economic Outlook 2025. (Este es el título del informe técnico donde el FMI analiza la demanda interna y el entorno de dolarización)*. International Monetary Fund.

- Food and Agriculture Organization - FAO / International Cocoa Organization - ICCO. (2025). *Análisis de volatilidad y estrategias de cobertura en mercados de materias primas agrícolas*.
- Graham, B., & Dodd, D. (1934). *Security Analysis*. McGraw-Hill.
- Instituto Nacional de Estadística y Censos - INEC. (2024). *Estadísticas Sectoriales de Comercio y Manufactura*.
- International Cocoa Organization (ICCO). (2025). *Daily prices of cocoa beans / Global Price of Cocoa (FRED)*.
- McKinsey & Company. (2015). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. John Wiley & Sons, Inc.
- McKinsey & Company. (2025). *The state of health and wellness: 2025 global consumer trends*. McKinsey & Company.
- Melo, M., & Torres, J. (Mayo de 2018). Valoración de empresas en mercados emergentes: Retos y oportunidades. *Revista de Finanzas Latinoamericanas*, págs. 45-63.
- Ministerio de Economía y Finanzas. (2025). *Programación Macroeconómica Plurianual 2025–2028*. Quito.
- Ministerio de Economía y Finanzas. (2025). *Pulso Económico 2024–2025: Desaceleración inflacionaria y comportamiento del consumo*.
- Ministerio de Salud Pública del Ecuador / Organización Panamericana de la Salud. (2024). *El etiquetado frontal de advertencia y su finalidad sanitaria en el mercado ecuatoriano*.
- Ministerio de Salud Pública del Ecuador. (2023). *Adopción del sistema NOVA y propuesta de actualización del etiquetado frontal de advertencia*.
- Monitor Empresarial de Reputación Corporativa - Merco. (2025). *Ranking Merco Empresas y Líderes Ecuador 2024–2025*.
- Organización de las Naciones Unidas para la Alimentación y la Agricultura - FAO. (2024). *El estado de los mercados de productos básicos agrícolas 2024: Cadenas de valor y resiliencia ante choques climáticos*. FAO.
- Organización Panamericana de la Salud / Ministerio de Salud Pública del Ecuador. (2024). *Lineamientos sobre el perfil de nutrientes y advertencias frontales en la región andina*.
- Pérez, J. (2020). Factores de riesgo en la valoración de empresas ecuatorianas. *Revista Contable y Financiera*, págs. 33-50.

- Pinto, J., Henry, E., Robinson, T., & Stowe, J. (2020). *Equity Asset Valuation*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc.
- Porter, M. (1980). *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*. Free Press.
- Porter, M. E. (2008). The Five Competitive Forces That Shape Strategy. *Harvard Business Review*, 78-93.
- Revista Ekos / Primicias. (Junio de 2024). Ranking de las empresas más grandes del Ecuador: Sector Alimentos y Bebidas. *Revista Ekos / Primicias*.
- Servicio Ecuatoriano de Normalización - INEN. (2011). *Rotulado de productos alimenticios para consumo humano. Parte 2: Rotulado nutricional. Parte 3: Requisitos y condiciones para el uso de alegaciones*.