

**PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATOLICA DEL ECUADOR**  
**FACULTAD DE CIENCIAS ADMINISTRATIVAS Y CONTABLES**

**DETERMINACIÓN DEL VALOR REAL DE UNA EMPRESA EN  
MARCHA DEL SECTOR MOLINERO ECUATORIANO A TRAVÉS  
DE LA APLICACIÓN DE UNA METODOLOGÍA DE VALORACIÓN**

**DISERTACION DE GRADO PREVIA A LA OBTENCION DEL  
TITULO DE INGENIERO COMERCIAL**

**DIEGO EDUARDO CESPEDES DUQUE**  
**MONICA VIVIANA GUTIERREZ ALBAN**

**QUITO, 2005**

**Director:**

**Ing. Jorge Cisneros**

**Informantes:**

**Econ. Raul Daza**

**Dra. Fanny Ríos**

## **DEDICATORIA**

A la Virgen María que me ilumina con su sabiduría,  
A los Arcángeles, seres de luz, que me acompañan siempre,  
A mis padres y a mi hermano, por todo el amor, la comprensión,  
el apoyo, la dedicación que me han dado a lo largo de mi vida,  
A mis abuelitas, que ya se fueron de este mundo, pero que con certeza vibran en mí.

Mónica

## **DEDICATORIA**

A aquella voz que suena en mi interior

Aquella que me da la fuerza y el valor

Aquella que me dice que esta bien y que esta mal

Aquella que me grita la verdad

Aquella que me transmite sabiduría y prudencia

Aquella que me acompaña sin importar cuando y donde

Aquella que me da la seguridad y la confianza

A aquella voz, que no puede ser otra que la voz de Jesús que me acompaña.

Diego

## **AGRADECIMIENTO**

A Dios, a mi familia, a mis amigos, a mis profesores y a la Universidad Católica, que me dieron su apoyo incondicional para realizarme profesionalmente, haciendo posible mis ideales.

Mónica

## **AGRADECIMIENTO**

A mi hermano Jorge Luís, quien me apoyo siempre, y confió en mi sobre todas las cosas.

Sin su ayuda este sueño no habría sido posible.

A mis padres por ese gran ejemplo de vida.

A mi hermana Pauly y mi hermano Davisito, por confiar en mí.

A mis panas de la U, al Michel, al Paco, al Charly Brown, al Negro, al Marco, a la Mona, a la Gaby, a la Sole, a la Belén, y en fin a todos con quienes compartí gratos momentos durante la carrera.

A la Pontificia Universidad Católica del Ecuador, y en especial a mis profesores, quienes me brindaron principios y conocimientos muy valiosos.

Diego

## **INDICE**

### **INTRODUCCIÓN, 1**

#### **I. MARCO TEORICO, 3**

- 1.1. **CONCEPTOS BÁSICOS, 3**
  - 1.1.1. La valoración de compañías, 3
  - 1.1.2. El proceso de valoración de las empresas, 4
  - 1.1.3. Puntos a considerar en la valoración de una empresa, 8
    - 1.1.3.1. Factores externos que intervienen en la valoración de una empresa, 10
  - 1.1.4. Importancia y aplicaciones de la valoración de empresas, 13
- 1.2. **METODOLOGÍAS PARA LA VALORACIÓN DE EMPRESAS, 14**
  - 1.2.1. Metodología para valoración de compañías, 14
  - 1.2.2. Métodos estáticos de valoración de empresas, 17
    - 1.2.2.1. Valor Contable, 18
    - 1.2.2.2. Valor Sustancial, 19
    - 1.2.2.3. Valor de Liquidación, 23
  - 1.2.3. Métodos dinámicos de valoración de empresas, 24
    - 1.2.3.1. Descuento de flujos de caja libres, 30
    - 1.2.3.2. Descuento de flujos disponible para accionistas, 31
    - 1.2.3.3. Descuento de flujos de caja de capital, 32
    - 1.2.3.4. Beneficios descontados, 32
- 1.3. **GLOSARIO DE TÉRMINOS, 33**

#### **II. ANÁLISIS INTERNO DE LA COMPAÑÍA LA MOLINERA, 40**

- 2.1. **CONOCIMIENTO DE LA EMPRESA, 40**
  - 2.1.1. Reseña histórica, 40
  - 2.1.2. Información legal, 42
  - 2.1.3. Información corporativa, 43
    - 2.1.3.1. Diseño organizacional, 48
  - 2.1.4. Compromisos contractuales, 51
  - 2.1.5. Información financiera histórica, 52
  - 2.1.6. Entendimiento de los procesos internos de La Molinera, 57
  - 2.1.7. Definición de unidades de negocio, 58
- 2.2. **ANÁLISIS Y EVALUACION DEL PLAN ESTRATEGICO, 60**
  - 2.2.1. Definición de la industria, 60
  - 2.2.2. Inversiones, 61
  - 2.2.3. La demanda de harina, 62
    - 2.2.3.1. Cuantificación del mercado de la harina, 63
    - 2.2.3.2. Proyecciones del mercado de harina, 64

- 2.2.3.3. Demanda de panaderías, 66
- 2.2.4. Entorno competitivo, 68
  - 2.2.4.1. Análisis de los principales competidores, 69
- 2.2.5. Análisis de la posición estratégica, 71
  - 2.2.5.1. Posición de La Molinera con respecto a los líderes en Quito y Guayaquil, 72
  - 2.2.5.2. Análisis FODA de La Molinera, 74
- 2.2.6. Supuestos para la proyección de ventas, 75
- 2.3. DETERMINACIÓN DE LAS CARACTERÍSTICAS DE LA OFERTA, 77
  - 2.3.1. Sobreoferta ocasionada por un exceso de la capacidad instalada, 77
  - 2.3.2. Tendencia de la materia prima, 78
- 2.4. ENTENDIMIENTO DEL USUARIO FINAL, 78

### **III. VALORACIÓN DE LA COMPAÑÍA LA MOLINERA, 80**

- 3.1. DETERMINACION DEL METODO OPTIMO PARA LA VALORACIÓN DE LA MOLINERA, 80
  - 3.1.1. Condiciones especiales que debe presentar una compañía para hacer el descuento de flujos de caja, 81
- 3.2. SISTEMATIZACION DE LA INFORMACION SOBRE LA EMPRESA, 85
  - 3.2.1. Proyecciones macroeconómicas básicas, 85
  - 3.2.2. Tendencia y proyección del precio de trigo, 87
  - 3.2.3. Proyección del mercado de harina, 90
- 3.3. PROYECCIÓN DEL DESEMPEÑO ECONOMICO FINANCIERO DE LA MOLINERA, 91
  - 3.3.1. Bases generales, 91
  - 3.3.2. Análisis de las partidas importantes que tienen un impacto directo en los flujos de caja proyectados, 92
- 3.4. ESTIMACION DEL COSTO DE CAPITAL, 100
- 3.5. ESTIMACION DE LA PERPETUIDAD DEL NEGOCIO, 102
  - 3.5.1. Supuestos generales para la aplicación del cálculo de perpetuidad del negocio, 102
  - 3.5.2. Cálculo de la perpetuidad del negocio, 103
- 3.6. DETERMINACION DEL VALOR DE LA MOLINERA, 105
  - 3.6.1. Criterios para descontar los flujos de caja: el van y la tir, 105
  - 3.6.2. Desarrollo de la valoración, 107
    - 3.6.2.1. Actividades realizadas para la ejecución de la valoración de La Molinera, 108

### **IV. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES, 113**

- 4.1. CONCLUSIONES, 113
- 4.2. RECOMENDACIONES, 115

### **BIBLIOGRAFIA, 117**

## **ANEXOS, 119**

ANEXO 1,	120
ANEXO 2,	121
ANEXO 3,	122
ANEXO 4,	123
ANEXO 5,	125
ANEXO 6,	127

## **RESUMEN EJECUTIVO**

En el mundo globalizado en el que vivimos existe una pregunta que ha causado todo tipo de opiniones, ya que involucra una serie de factores que afectan a la empresa interna y externamente. Esta pregunta es: Cuánto vale una empresa?

La valoración de las empresas ha adquirido gran importancia en el mundo de los negocios, esto obedece internamente a procesos de evolución de una empresa, y externamente a procesos globales de integración.

En el caso particular de La Molinera el motivo de la valoración es exclusivamente interno, y se la utilizará como herramienta para resolver el proceso de sucesión por herencias que atraviesan los accionistas de la empresa. Adicionalmente, la valoración servirá para optimizar la toma de decisiones y dirección de la misma.

Para tener un conocimiento apropiado de la empresa se realizó un estudio interno de la compañía, el mismo que abarcó:

- Conocimiento histórico de la empresa
- Entendimiento de la Industria Molinera en el Ecuador
- Análisis de la posición estratégica de la empresa
- Análisis financiero histórico de La Molinera.

De igual manera se realizó una investigación y análisis de todos los métodos de valoración existentes, para posteriormente, confrontarlas con el diagnóstico interno de la compañía, y así determinar al Descuento de Flujos de Caja como la metodología más idónea para la valoración de La Molinera. Esto se debe a que este método toma en cuenta tanto datos históricos como futuros.

Para la aplicación de la metodología de Descuento de Flujos de Caja se siguen los siguientes pasos:

- Análisis y validación de las proyecciones financieras
- Revisión del Estado de Flujo de Fondos Proyectado para los años 2005 a 2009
- Determinación del Costo de Capital
- Determinación del valor residual del negocio, Descuento de Flujos de Caja, y finalmente la
- Determinación del valor estimado de la compañía.

Como resultado de la aplicación de la metodología antes descrita, se obtuvo un valor estimado de la Compañía de \$1,219,158.

## INTRODUCCION

En el mundo de los negocios actual existe una pregunta muy importante cuya respuesta genera toda clase de opiniones, ya que involucra una serie de factores internos y externos, tangibles e intangibles, económicos, sociales, tecnológicos, productivos, laborales, legales y de mercado. Dicha pregunta es: Cuánto vale una empresa?

Debido a la influencia directa del proceso de globalización de los mercados sobre el manejo y desempeño de las compañías, en la actualidad, se ve con mayor frecuencia como los accionistas y juntas directivas emprenden procesos de reestructuración empresarial, adquisiciones, fusiones y escisiones, para lo cual la valoración de empresas se ha tornado en un elemento fundamental en cualquier tipo de las operaciones mencionadas.

El valor comercial de un negocio se debe determinar en cualquier situación, sin embargo se hace indispensable en ciertos casos como: ingreso o retiro de socios de entidades no inscritas en la bolsa de valores, en transacciones de compra-venta de Compañías, en la evaluación de la gestión de la administración cuando el objetivo básico de los propietarios es maximizar el valor que la empresa tiene para ellos, en el análisis e interpretación de la situación financiera del negocio y cuando se analiza el esfuerzo al emprender un negocio.

La valoración de las empresas ha adquirido cada día mayor importancia, y no simplemente por que cada vez se reconozca que el objetivo financiero de la gestión empresarial es la maximización de este valor, sino también porque la evolución de los

propios mercados financieros ha llevado a una situación que exige prestar una atención creciente a lo que podríamos llamar la gestión del valor.<sup>1</sup>

En el proceso de valoración de empresas se pueden utilizar muchos modelos, dependiendo del sujeto que valora y la finalidad con que lo hace. Así también es posible recurrir a elementos cuantitativos y cualitativos, partiendo de aquellos cuantificables como son el balance general, estado de resultados, la información sobre proyección de ingresos y costos, mas, el método que se acepta como más idóneo es el basado en descuentos de flujos económicos.

Con independencia de modelo que se utilice, en todo proceso de valoración, se necesitan fuentes de información lo más objetivas posibles acerca de la empresa, a fin de comparar con el precio de mercado, el valor que ésta pueda tener, ya sea en mercados organizados o en la negociación privada.

Dada la importancia que tiene la valoración de empresas en el desempeño de las organizaciones, se pretende aportar con una propuesta diseñada con base en la teoría existente sobre este tema y la experiencia de la aplicación en otras organizaciones, esperando lograr un aporte importante para la toma de decisiones en la Compañía La Molinera.

---

<sup>1</sup> J. FAUS (1997). *Valoración de Empresas - Un enfoque Pragmático*. Barcelona, España: Printer Industria Gráfica S.A., pg. 21.

# **CAPÍTULO I**

## **MARCO TEÓRICO**

### **1.1. CONCEPTOS BASICOS**

#### **1.1.1. La valoración de compañías**

La valoración de empresas ha sido sin duda uno de los temas que más importancia adquirió durante la década de los 90. Debido al proceso de globalización, al que está sometido el sector empresarial, las compañías se han visto en la necesidad de desarrollar metodologías que les permita estimar el valor real de la empresa.

Se puede definir de forma general a la valoración como el proceso “mediante el cual se busca la cuantificación de los elementos que constituyen el patrimonio de una empresa, su actividad, su potencialidad o cualquier otra característica de la misma susceptible de ser valorada”.  
(PriceWaterhouseCoopers, 1999: 59)

El proceso de valoración de empresas busca definir un intervalo de valores dentro del cual va a estar incluido el valor de empresa definitivo. El valor que

se busca determinar es un valor intrínseco, el mismo que es distinto del valor de mercado y del precio de la compañía.

Existen varias interpretaciones acerca del valor pero, desde la perspectiva del Dr. Alfonso A. Rojo, valor “no es otra cosa que el grado de utilidad o aptitud de las cosas para proporcionar bienestar o deleite o para satisfacer necesidades”. En el ámbito de los negocios, el valor de una empresa es el grado de utilidad que ésta proporciona a sus usuarios o propietarios.

Mas, el valor es un dato subjetivo que se basa en la opinión de la persona que lo está asignando, en tanto que, el precio es una realidad fruto de la transacción de un bien entre dos partes.

Así, se puede decir que la valoración de una empresa consiste en estimar un valor que no es exacto, ni único, sino que éste dependerá de la situación en la que se encuentre la compañía en un momento determinado.

### **1.1.2. El proceso de valoración de las empresas**

El proceso de valoración de una empresa comienza con la determinación de las razones por las cuales se va a realizar este proceso.

Según Eliseo Santandreu, en su obra Valoración, Venta y Adquisición de Empresas existen dos razones principales por las cuales una empresa desea realizar una valoración de su situación patrimonial, la primera es aquella que

no traspasa el umbral de la empresa (razones internas), principalmente para responder a la necesidad de proceder a recomposiciones participativas, como situaciones de sucesiones, herencias, etc. Por otro lado existen motivaciones de índole externa (razones externas) como pueden ser la oportunidad de comprobar y demostrar el valor de la empresa ante terceras personas para una colaboración, bien sea en forma de venta de la empresa, fusión o absorción.

Las razones internas requieren de estudios y métodos de valoración cuyo objetivo final es la información a las personas afectadas, es decir que, la valoración solo tendrá trascendencia para las personas interesadas e involucradas en la marcha del negocio. Los objetivos para realizar este tipo de valoración son los siguientes:

- Conocer la situación del patrimonio
- Constatar la gestión llevada a cabo por los gerentes.
- Establecer políticas de dividendos.
- Determinar la posibilidad de emitir deuda.
- Ampliar o reestructurar el capital.
- Identificar si hay motivos legales.
- Estipular si existen causas de herencia, sucesión, entre otros.

En contrapartida, las razones externas requieren de un grado más amplio de rigurosidad en la aplicación de métodos y conceptos. Entre las razones para realizar este tipo de valoración están:

Transmisión de propiedad: La transmisión de la empresa puede ser de la totalidad de la sociedad o de una parte significativa. En una transmisión de propiedad se pueden obtener dos valores: uno teórico y uno práctico.

Buy-out y Buy-in: Se refiere a la adquisición de la empresa por parte de un grupo inversor que puede estar compuesto por personas internas de la compañía o personas externas.

Fusiones y Adquisiciones: Las transacciones de fusiones y adquisiciones son una de las herramientas que las empresas tienen a su alcance para instrumentar una estrategia que facilite el logro de sus objetivos financieros y corporativos.

Solicitud de Préstamos: Las instituciones financieras para valorar la capacidad de pago de una empresa se basa en: flujos de caja, valoración de activos, evaluación de la administración y análisis del sector.

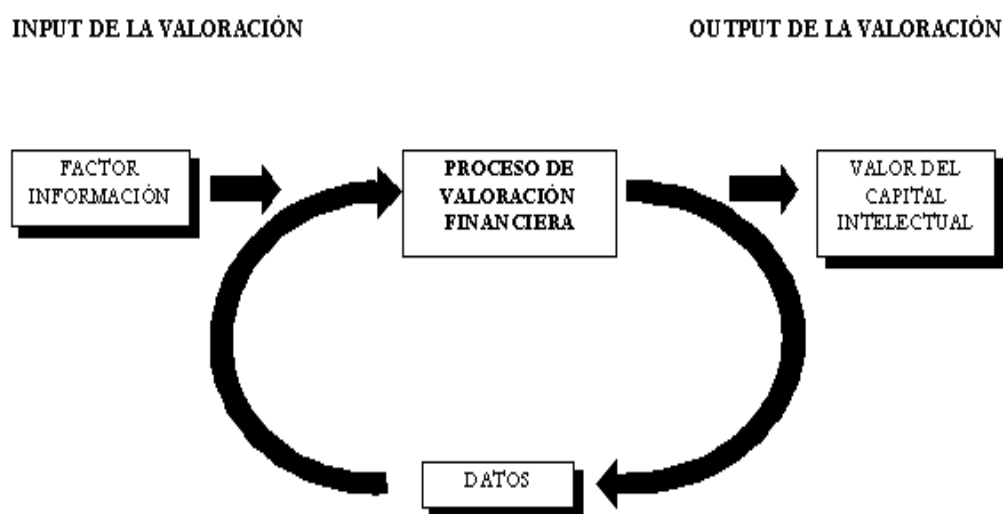
Una vez determinada la razón para la cual se va a realizar la valoración, es necesario que se realice un análisis – diagnóstico de la empresa, el mismo que incluye una exhaustiva investigación de todos los aspectos relacionados con la organización. Este análisis ayudará a identificar los siguientes aspectos:

- Determinar las fortalezas y debilidades de la compañía.
- Cuantificar la situación económica-financiera por medio de la utilización de los resultados generados en el período.

- Evidenciar inconvenientes que puedan deformar el proceso de valoración.

A continuación es necesario establecer hipótesis y escenarios futuros, lo que producirá la determinación de una banda de valores, dentro de la cual se encontrará el valor preciso de la empresa. Para ello es importante determinar el método de valoración que más se acople a las características de la empresa. “El criterio de valoración adoptado debe tener una permanencia constante de aplicación durante todo el proceso”.(SANTANDREU, 2000: 22)

Para la realización de cada uno de los pasos de la valoración es necesario tomar en cuenta un factor muy importante que es la información. La información es “a un mismo tiempo origen y destino de la valoración, input y output, es decir, elementos que posibilitan el proceso de valoración y que, a su vez, deben ser correctamente valorados”. (ROJO, 2000: [http://ciberconta.unizar.es/LECCION/valoremp/INICIO.HTML])



El input corresponde a información que es considerada como un factor productivo como por ejemplo: datos contables, procesos, etc.; mientras que, el output es información es considerada como el recurso intangible susceptible de valoración como lo es el capital intelectual.

### **1.1.3. Puntos a considerar en la valoración de una empresa**

Dentro del proceso de valoración de una empresa existen datos cuantitativos y cualitativos que se deben tomar en cuenta dentro del diagnóstico global de la misma. Sin embargo, en la mayoría de los casos, los directivos de las empresas solo analizan los datos numéricos de la institución, dejando de lado aquellos aspectos que por lo general ofrecen una visión más amplia del contexto en el cual se encuentra la misma.

Empresa en fase de liquidación: Una empresa entra en fase de liquidación, bien por voluntad de los propietarios o bien porque fuerzas externas a la empresa así lo exigen. Los parámetros que deben ser evaluados en este tipo de empresa se darán en base de la obtención del valor futuro de los elementos objetos de la venta. También se debe tomar en cuenta posibles obtenciones de fondos o recursos futuros en caso de que la liquidación no se la realice en un tiempo inmediato.

Empresa en normal funcionamiento: La dinámica de la empresa está determinada por su estructura organizativa, de producción, comercial, etc.

Esta dinámica, conjuntamente con datos económicos, permite a la compañía proyectarse a futuro, lo cual es la base para calcular su valor.

Empresa con resultados negativos: Este tipo de empresa ha tenido un historial de pérdidas y su análisis se deberá realizar sobre la base de:

- Los resultados negativos que ha obtenido la empresa durante el tiempo que ha operado.
- Determinar si los resultados negativos han sido intermitentes o constantes.
- La procedencia de las causas que provocan la situación de pérdida. Estas causas pueden ser internas o externas.

Empresa de reciente implantación: En este tipo de empresas existen ciertos inconvenientes para determinar valores basados en proyecciones futuras, ya que carecen de datos históricos que permitan dar a conocer su evolución, además de la falta de políticas sólidas y estables.

En este caso, la herramienta indispensable para la valoración de este tipo de empresas debe estar basada en la obtención de flujos de caja futuros, previamente para lo cual se debe realizar un estudio de la situación y evolución del mercado, participación, capacidad de producción, producto, competencia, canales de distribución, etc.

### 1.1.3.1. Factores externos que intervienen en la valoración de una empresa

Para efectuar un adecuado diagnóstico de la situación general de la empresa es necesario considerar tanto a factores internos como externos, siendo estos últimos muy importantes ya que ejercen gran influencia sobre las decisiones, desempeño y rendimiento que obtiene la compañía.

Las utilidades que las empresas obtienen varían en función de la situación económica del país, y por ende al sector en el que se desenvuelven. Por esta razón, existe un conjunto de factores que determinan la eficiencia en costos, nivel de inversión requerida, márgenes de rentabilidad; que generalmente son:

**Rivalidad entre empresas establecidas:** Para una corporación es difícil competir en un mercado donde los competidores se encuentren bien posicionados y los costos fijos son altos, pues constantemente se encuentra enfrentada a guerras de precios, campañas publicitarias agresivas, promociones y entrada de nuevos productos.

La intensa rivalidad entre competidores constituye una amenaza para la rentabilidad de los mismos. Esto se debe principalmente a 3 factores: “estructura competitiva del sector, condiciones de demanda, y dificultad de barreras de salida”. (HILL, 1997: 73)

**Amenaza de entrada de nuevos competidores:** El mercado o el segmento no son atractivos dependiendo de si las barreras de entrada son fáciles o no de franquear por nuevos participantes que puedan llegar con nuevos recursos y capacidades para apoderarse de una porción del mercado.

Entre las principales barreras de entrada se encuentran: grandes necesidades de capital, economía de escala, requerimientos de patentes y permisos, escasez de ubicaciones, materiales o distribuidores, necesidad de prestigio, etc.

**Poder de negociación de proveedores y clientes:** Proveedores y clientes tienen mayor capacidad de negociación cuando están en posibilidad de imponer precios acorde a sus necesidades e intereses. En contrapartida, si su poder de negociación es limitado, las empresas tienen la oportunidad de incrementar sus precios y así obtener una mayor rentabilidad.

**Amenaza de productos sustitutos:** Se considera productos sustitutos a aquellos productos que satisfacen las necesidades del consumidor de la misma manera que lo harían otros productos.

Un mercado en el que existe una gran cantidad de productos sustitutos resulta poco atractivo ya que ellos limitan los precios y las utilidades potenciales que una empresa podría obtener. “Si la tecnología avanza

o la competencia aumenta en estas industrias sustitutas, es probable que los precios y utilidades disminuyan en el segmento”. (KOTLER, 1996: 130)

**Crecimiento y elasticidad de la demanda:** Para cualquier tipo de empresa un factor importante es la decisión de compra de los clientes en función del precio que deben pagar para obtener los productos. Generalmente, la cantidad demandada tiende a disminuir cuando el precio aumenta y viceversa; a pesar de que esto no es una regla general, esta variación de la demanda se origina por factores tales como: cambios demográficos, cambios en las preferencias de los consumidores, aparición de productos sustitutos, alteraciones en el producto, etc.

**Riesgos externos:** En la actualidad, el sector empresarial se ha visto en la necesidad de adoptar estrategias y políticas que permitan afrontar de la mejor manera posible los riesgos provenientes de la economía y así garantizar una solvencia a mediano y largo plazo.

La Gestión de Riesgos se puede definir como:

Proceso social complejo que conduce al planeamiento y aplicación de políticas, estrategias, instrumentos y medidas orientadas a impedir, reducir, prever y controlar los efectos adversos de fenómenos peligrosos sobre la población, los bienes y servicios y el ambiente<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> O. CARDONA, 2002. *Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo*.  
<http://www.snet.gob.sv/Documentos/conceptos.htm>

Es necesario que las empresas tengan una eficiente gestión de riesgos, la misma que debe tomar en cuenta los riesgos de crédito, país, de liquidez, de mercado, tecnológico, político y jurídico.

#### **1.1.4. Importancia y aplicaciones de la valoración de empresas**

En el Ecuador, la necesidad de capitales que se adhieran directamente al aparato productivo de la economía, se ha convertido en uno de los pilares fundamentales para la creación y desarrollo de nuevas empresas y fuentes de trabajo. Es por esto que se considera primordial la correcta valoración de una compañía.

La importancia de la valoración radica en descubrir cuales son los aspectos críticos de un negocio, los que van a permitir establecer los conductores de valor e intentar preveer lo que puede ocurrir en el futuro.

Para la realización de esta proyección, es importante aclarar que la persona que realiza la valoración, efectúe su trabajo partiendo de cifras que considera válidas, ya sea que estén o no auditadas, profundizando únicamente en las áreas del negocio que considere críticas y realizando proyecciones financieras basadas principalmente en el flujo de caja.

Existen varias ventajas que se obtienen al aplicar la valoración de empresas, las mismas que se detallan a continuación:

- Obtención de una mayor rentabilidad de los recursos empleados.
- Diversificación de una marca que potencie el prestigio del comprador.
- Facilidad de entrada en otros países con mayor rapidez.
- Adquisición de factores cualitativos (know how).
- Utilización óptima y explotación de activos ya en funcionamiento.
- Obtención de una mayor participación en el mercado
- Aumento de rentabilidad traducida en mayores recursos o cash flow
- Eficiencia en el manejo de costos
- Capacidad de dirección o ejecución eficaz que conlleve a una adecuada expansión de la empresa.
- Capitalización de las empresas.

La Compañía La Molinera ha visto la necesidad de adoptar esta herramienta con el fin de facilitar el proceso de sucesión por herencias que atraviesan los accionistas de la empresa, adicionalmente la valoración servirá para optimizar la toma de decisiones y dirección de la misma.

## 1.2. METODOLOGIAS PARA LA VALORACION DE EMPRESAS

### 1.2.1. Metodología para valoración de compañías

La evolución de los métodos de valoración de empresas a través del tiempo ha sido grande, sobretodo en las últimas décadas, en las cuales se ha podido apreciar, así también, un cambio en las visiones de la empresa y de los principales elementos que la componen.

Los métodos de valoración están identificados por la intención con la que se va a realizar la valoración. Así, hay que distinguir entre métodos aplicados para conocer el valor global de una sociedad o una participación mayoritaria y los utilizados para valorar una participación minoritaria.

Existen múltiples métodos de valoración, sin embargo existe una clasificación general, la misma que es:

Métodos Simples: pretenden “estimar el valor patrimonial de la empresa, el cual se obtiene mediante la suma de todos sus elementos patrimoniales previamente valorados de forma individualizada” (PriceWaterhouseCoopers, 1999: 63). Se subdividen en:

- Estáticos
- Dinámicos

En la actualidad, generalmente se utilizan estos métodos. Sin embargo, existen ventajas y desventajas que se deben considerar al momento de escoger el método de valoración.

	<b>Ventajas</b>	<b>Desventajas</b>
<b>ESTATICOS</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Mayor objetividad. Su rigor y exactitud es superior.</li> <li>➤ Es necesario conocer el valor de los elementos patrimoniales para estimar los resultados futuros.</li> <li>➤ El valor económico obtenido es más real</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ No contempla en su estudio los bienes intangibles.</li> <li>➤ No tiene en cuenta los resultados futuros.</li> </ul>
<b>DINAMICOS</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Incorpora el riesgo a la valoración.</li> <li>➤ Tiene en cuenta los bienes intangibles en su determinación.</li> <li>➤ Basa el resultado de la valoración en los resultados futuros de la empresa.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ La incertidumbre que crea el establecimiento de hipótesis, ya que éstas pueden cumplirse o no.</li> </ul>

Tanto los métodos estáticos como dinámicos están íntimamente relacionados, a pesar de que a simple vista presentan no tener ningún vínculo; pero los dos deben llegar a resultados similares.

**Métodos Compuestos o Mixtos:** su característica principal es la de combinar el presente y futuro del negocio, además de contemplar del fondo de comercio a través del cual se puede tener acceso a información como la reputación y gestión de la firma, su situación en el mercado, etc.

### 1.2.2. Métodos estáticos de valoración de empresas

Los métodos estáticos, también conocidos como métodos basados en el patrimonio neto de la empresa, basan su estudio en el pasado y presente de la empresa, dejando de lado las consideraciones futuras que pueda tener la misma. Razón por la cual el valor obtenido por estos métodos, no puede ser considerado como el valor global de la empresa.

Es importante mencionar que los métodos estáticos utilizan para la valoración el patrimonio contable de la compañía, es decir, “los activos a su coste de adquisición y los pasivos a su valor de reembolso” (Ibidem: 65), dejando de lado la evolución y resultados futuros.

Una empresa vale lo que vale su patrimonio neto (activo menos pasivo exigible), pero el valor de este patrimonio depende de la rentabilidad que se espera obtener de él en el contexto de los negocios que prevea realizar la empresa<sup>3</sup>.

Entre los principales métodos están los siguientes:

- Valor Contable
- Valor Sustancial
- Valor de Liquidación

---

<sup>3</sup> PRICEWATERHOUSECOOPERS. (1999). *Guía de Valoración de Empresas*. España: Editorial PricewaterhouseCoopers. Pg, 60

### 1.2.2.1. Valor Contable

El valor contable, también conocido como valor en libros o patrimonio neto, corresponde a los recursos propios de la empresa, los mismos que aparecen en el balance general (capital más reservas). Expresado de otra manera es el valor contabilizado del activo menos el del pasivo exigible.

Es necesario recalcar que se debe dejar a un lado todas aquellas partidas que a pesar de formar parte del activo, no pueden ser realizables y se las representa como activo ficticio; dicho activo está representado por las siguientes partidas:

- Gastos ocasionados por la constitución de la sociedad
- Gastos de primer establecimiento
- Gastos ocasionados por ampliación del capital social
- Gastos de emisión de deuda
- Pérdidas de ejercicios anteriores y/o actual

Representado en una fórmula, este valor quedaría definido de la siguiente manera:

$$\text{Valor Contable} = \text{Activo Real} - \text{Exigible Total}$$

El valor obtenido mediante la utilización de este método, no refleja el valor real que la empresa tendría frente al mercado, tomando en cuenta especialmente cuando la inflación es o ha sido un factor determinante, ya que esto provoca que las amortizaciones practicadas sean insuficientes para la reposición de los elementos de inmovilizado.

También existen otros elementos que provocan una distorsión en los valores del balance, los mismos que son:

- Obsolescencia de los equipos
- Movimiento de los precios de mercado sobre ciertos bienes como terrenos
- Exceso y falta de provisiones sobre pasivos

Debido a la facilidad de aplicación de este método, varias empresas pequeñas, sobretodo empresas familiares, aplican el valor contable especialmente cuando se da el caso de separación de socios.

#### 1.2.2.2. Valor Sustancial

El valor sustancial corresponde “a todos los elementos que comprenden el activo, considerando sólo los bienes y derechos indispensables para la explotación”. (SANTANDREU, 2000: 58)

Partiendo de este concepto, se puede decir que éste método representa a la inversión necesaria para constituir una compañía en las mismas condiciones en las que está operando en la actualidad.

El valor sustancial coincide con el valor contable en el hecho en que determina la cuantía de la empresa mediante la diferencia entre los activos y los pasivos exigibles.

La diferencia está en que el valor sustancial no toma en cuenta los bienes no utilizados en la operación de la empresa, ni su estructura financiera ya que se les considera carentes de valor al no aportar ninguna utilidad.

Para valorar una empresa a través del presente método, se deben seguir los siguientes pasos:

- Eliminar los activos no operativos
- Ajustar las partidas del balance con el objeto de obtener un valor más real
- Estimar el coste de reposición sumando los activos

Para la regularización de las cuentas del balance es necesario seguir los siguientes procedimientos en cada una de ellas:

**Disponible:** Las cuentas de caja y bancos y sus relacionadas no necesitan valorarse ya que con la comprobación de sus saldos contables es suficiente. En el caso de existir monedas extranjeras, se debe determinar la fecha a utilizarse como referencia para fijar la relación del tipo de cambio, que por lo general coincide con la fecha de la valoración.

**Clientes y otros deudores:** Para valorar esta partida es necesario tomar en cuenta las políticas que tiene la empresa con respecto a las provisiones por incapacidad de cobro y desfase de saldos; ya que el método de valor sustancial solo considera el valor que realmente se espera cobrar.

Una parte clave para determinar el valor justo de esta cuenta son las políticas de gestión de cobro que tenga una empresa, debido a que muchas veces este valor suele ser demasiado optimista.

**Inventarios:** El valor sustancial de los inventarios es el “valor acumulado hasta aquel momento de acuerdo con los procesos de adquisición y/o fabricación utilizados” (FAUS, 1997: 42), es decir, que los inventarios deben valorarse al precio de coste y no al precio al que se esperan vender.

Es importante que en épocas de inflación, los valores de esta cuenta deban ser ajustados por dicho índice con los valores históricos de los inventarios.

**Activos fijos:** Los rubros que conforman esta partida son: terrenos, inmuebles, maquinaria, vehículos, equipos de oficina, etc., y son los que presentan mayor dificultad al momento de ser valorados.

En el caso de terrenos e inmuebles, la valoración la debe hacer un perito que por lo general es un arquitecto o especialista de bienes raíces, quienes se basan principalmente en el mercado inmobiliario.

Para el resto de activos que son específicos para el normal funcionamiento de la empresa (maquinaria, planta, equipos, etc.), generalmente es difícil encontrar un mercado de segunda mano que permita realizar valoraciones directas. Por tal razón, generalmente se siguen los siguientes pasos:

- Se revaloriza el valor del bien en función del valor real de adquisición a base de un índice de precios.
- Se determina la vida útil real del activo desde su adquisición hasta el momento que se dejará de utilizarlo.
- Se aplica una depreciación uniforme o acelerada.
- Se toma como valor sustancial, el valor residual que surge de este cálculo.

**Inversiones permanentes:** Esta cuenta está conformada por dos partidas: inversiones en acciones de sociedades e inversiones de tesorería a mediano y largo plazo.

En el primer caso estos activos suelen ser valorados después de una valoración de las empresas a las que corresponden dichos títulos; mientras que para el segundo grupo la valoración es más fácil debido a que dichos activos tienen precios de mercado o rentabilidades conocidas.

**Pasivos exigibles:** Los pasivos tanto de corto como de largo plazo, deben valorarse en función de las cifras contabilizadas. La excepción sería las deudas a largo plazo que se tuviera la intención de liquidar a corto plazo por un valor inferior al contabilizado.

### 1.2.2.3. Valor de Liquidación

El valor de liquidación es “el valor de una empresa en caso de cierre, es decir, que se vendan sus activos y se cancelen sus deudas” (SABOS, 2002: [http://www.stockssite.com/mc/05\\_Analisis\\_fundamental.htm](http://www.stockssite.com/mc/05_Analisis_fundamental.htm)).

El método del valor de liquidación representa un proceso de transformación de los activos en dinero líquido, para proceder después al pago de deudas y otros gastos que intervengan en el proceso de

liquidación de la empresa tales como: indemnizaciones a empleados, gastos notariales, gastos fiscales y otros propios del proceso.

El resultado de esta diferencia corresponde al valor de la empresa.

$$\text{Valor Liquidación} = \text{Activos transformados en efectivo} - \text{Pasivo exigible} - \text{Gastos de liquidación}$$

### **1.2.3. Métodos dinámicos de valoración de empresas**

Los métodos dinámicos valoran a las empresas de acuerdo con las expectativas futuras de la misma. Por esta razón, la valoración se basará en la cuantificación de:

- El valor de sus activos a precio de mercado
- La estimación de flujos futuros de rentabilidad que éste sea capaz de generar

La rentabilidad esperada está directamente relacionada con los beneficios que sea capaz de generar la compañía, ya que los dividendos que finalmente llegan a los accionistas son parte de dicho beneficio.

La estimación de flujos futuros se pueden basar en tres variables: beneficios, dividendos o flujos de caja. Todos estos flujos de fondos, deben ser

posteriormente descontados a una tasa de descuento en función del riesgo que conlleve la inversión.

Para la obtención de los flujos futuros, los métodos dinámicos se basan en la determinación de hipótesis detalladas de todas las partidas relacionadas con la generación de dichos flujos.

Es importante también tomar en cuenta ciertos parámetros, tales como:

**Flujo de fondos:** Es el conjunto de fondos generados para remunerar a los accionistas o prestamistas, una vez que se han realizado las inversiones necesarias.

**Tasa de actualización:** Los flujos de fondos futuros deben ser transformados a valores actuales, para lo cual se aplica una tasa de actualización, misma que toma en cuenta la inflación y el riesgo.

**Horizonte temporal de valoración:** Si la duración del negocio es limitada, se deberá abarcar toda la vida útil del mismo. Mas, si la duración es ilimitada, entonces se deberá dividir en dos períodos: el primero abarca el tiempo necesario para que las inversiones se estabilicen (de 5 a 10 años), y el segundo que ayuda a obtener el valor residual del negocio.

**Valor residual:** Es el valor atribuido al negocio a partir del período específicamente proyectado. Suele estimarse como una renta perpetua.

Además de los parámetros antes mencionados, según Eliseo Santandreu, en su libro Valoración, Ventas y Adquisición de Empresas, es crucial conocer la situación financiera histórica que ha mantenido la empresa, con el propósito de determinar el comportamiento de la misma en el futuro.

Para realizar el análisis histórico, Santandreu propone seis puntos fundamentales que se resumen a continuación:

**Rentabilidad del Patrimonio:** Es de gran importancia estudiar la evolución de este índice en el tiempo, ya que permite conocer la rentabilidad que ha tenido la empresa y el resultado de la aplicación de las sucesivas inversiones realizadas por la empresa en relación con el resultado evolucionado.

La fórmula que permite conocer este ratio es:

$$r = \frac{BDI}{P}$$

Donde:

r : Rentabilidad

BDI: Beneficio después de impuestos

P: Patrimonio

**Evolución del Beneficio / Capital Social:** Este índice se calcula de la siguiente manera:

$$\text{Evolución del Beneficio} = \frac{\text{Patrimonio}}{\text{Capital Social}}$$

El cálculo del presente ratio permite conocer la política adoptada por una empresa en cuanto a la autofinanciación; así como también indica la rentabilidad sobre la inversión del accionista.

Rentabilidad de las nuevas inversiones incorporadas: Constantemente, se observa que las empresas realizan nuevas inversiones con el propósito de obtener mayores rendimientos. Mas, son dichas inversiones realmente rentables? Para contestar esta incógnita es importante calcular si las nuevas inversiones generan una rentabilidad adicional al negocio. Para ello se utiliza la siguiente fórmula:

$$\text{Rendimiento Marginal de la Inversión} = \frac{\text{BAII Marginal}}{\text{Activo Marginal}} \times 100$$

Donde:

BAII: Beneficio antes de Intereses e Impuestos.

BAII Marginal: BAII año n – BAII año n-1

Activo Marginal: Activo año n – Activo año n-1

Proporción entre Capital y Reservas: En la actualidad, todo accionista desea obtener una mayor retribución por la inversión realizada en una determinada empresa. Es por ello, que resulta preponderante conocer “la relación entre la rentabilidad o retribución por acción que compone el capital social en su valor global.” (SANTANDREU, 2000: 26)

El cálculo de la rentabilidad por acción es de la siguiente manera:

$$\text{Rentabilidad por Acción} = \frac{BDI}{\# \text{ Acciones}}$$

Donde:

BDI: Beneficio después de Impuestos

Coste de los recursos permanentes utilizados: Es importante conocer el coste de los recursos permanentes utilizados ya que éstos permiten conocer el valor de una empresa. Mientras más alto sea el coste de los recursos, menor será el valor de la compañía.

Se entiende por recursos permanentes al exigible a largo plazo (pasivo largo plazo más el patrimonio).

Un ratio que permite conocer el coste de los recursos permanentes es:

$$\text{Coste de los Recursos Permanentes antes de impuestos} = \frac{BAII}{\text{Recursos Permanentes}} \times 100$$

Esta fórmula se aplica sin considerar el efecto fiscal de los impuestos. Para determinar el coste de los recursos permanentes considerando los impuestos, se aplica la siguiente fórmula:

$$\text{Coste de los Recursos Permanentes antes de impuestos} \times (1 - i)$$

Donde:

i: porcentaje correspondiente a los impuestos

Política de Endeudamiento: La política de endeudamiento de toda empresa debe responder a dos premisas:

- La relación deuda – recursos no debe poner en peligro la autonomía de la empresa.
- El costo de la deuda debe ser asumible e inferior a la rentabilidad que de ella se vaya a obtener.

Para determinar la política de endeudamiento que tiene una empresa se debe ser una relación entre el Rendimiento sobre el Patrimonio y el Coste de los Recursos Permanentes.

Cuando la relación es mayor a 1 entonces la inclusión del endeudamiento amplifica el rendimiento sobre el patrimonio.

Si la relación es igual a 1, el endeudamiento no amplifica el rendimiento resultando indiferente.

Sin embargo, si la relación es menor a 1, entonces se puede observar que la deuda ha tenido un efecto negativo sobre el rendimiento del patrimonio, ya que el costo de la deuda es superior al rendimiento obtenido.

Entre los principales métodos dinámicos están los siguientes:

- Descuento de flujos de caja libres
- Descuento de flujos disponibles para los accionistas
- Descuento de flujos de caja de capital
- Beneficios descontados

#### 1.2.3.1. Descuento de flujos de caja libres

Este método se basa en el flujo de fondos operativos, es decir, el flujo generado por las operaciones después de impuestos y sin tener en cuenta la deuda financiera. Así:

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

El descuento de flujos de caja libres se basa en estimar un valor a partir de la proyección de las cifras de las distintas variables, razón por la cual es conveniente realizar varios escenarios.

Dentro de este método, es necesario actualizar los flujos de caja libres a través de un coste de capital (WACC), el mismo que representa la tasa mínima de rendimiento pro un proyecto de inversión. “Es la combinación del coste de los fondos ajenos y de los fondos propios ponderado por el peso que tiene cada uno dentro del balance de la empresa.” (PriceWaterhouseCoopers, 1999: 80)

#### 1.2.3.2. Descuento de flujos disponibles para accionistas

Por este método, el valor de la empresa se calcula a través de la diferencia entre el valor operativo y el valor de la deuda.

Flujo de caja libres

- Intereses de la deuda, después de impuestos
- Vencimientos del principal abonados
- + Fondos provenientes de nueva deuda
- = Beneficio antes de impuestos

El remanente es repartido entre los accionistas de acuerdo a la política de dividendos que maneje cada compañía, esto es: destinar a dividendos, recompra de acciones o reinversión en la empresa.

Puesto que se está valorando las acciones de la empresa, la tasa de descuento a aplicar será la rentabilidad exigida por los accionistas. Sin embargo, para establecer el valor total de la compañía, se debe agregar a los flujos disponibles por los accionistas el valor de la deuda existente.

### 1.2.3.3. Descuento de flujos de caja de capital

Los flujos de caja de capital son los flujos de fondos disponibles para los poseedores de la deuda más los fondos disponibles para las acciones.

La diferencia entre los flujos de caja libres y los de capital estriba en que al actualizar los de capital la tasa de descuento a aplicar debe ser antes de impuestos.

### 1.2.3.4. Beneficios descontados

El valor de la empresa, según este método, está dado por el valor actual esperado de los beneficios futuros al que se aplicará un factor de capitalización que se define en función del riesgo, el coste de capital y las expectativas de crecimiento de la empresa. Los beneficios tomados son después de impuestos y de las cargas financieras.

En cuanto al número de años a tomar en consideración, es importante que el período sea entre cinco y diez años.

Las ventajas que tiene este método son:

- Dinamicidad, tiene en cuenta el futuro del negocio
- No tiene en cuenta el coste de oportunidad

### 1.3. GLOSARIO DE TERMINOS

**Acción:** Parte alícuota del capital de una sociedad. Derecho que adquiere el poseedor de la misma a la participación de beneficios de la empresa.

**Activo:** Referido al balance de situación, relación de bienes y derechos de una empresa. Asimismo pone de manifiesto las inversiones que ha realizado, y las divide en activo fijo y activo circulante.

**Activo circulante:** Conjunto de elementos del activo que se estima se convertirán en líquido en un período inferior a un año, como por ejemplo: stocks, saldo de clientes, activo financiero, etc.

**Activo fijo:** Denominado también inmovilizado. Parte del activo que permanece en la empresa más de un año. Por ejemplo: maquinaria, terreno, edificios, etc.

**Activo financiero:** Derechos reconocedores de una deuda susceptibles de intercambio, con la intención de generar beneficios, como: cuentas corrientes, certificados de depósito, letras, pagarés, obligaciones, entre otros.

**Amortización:** En términos contables, se refiere al conjunto de operaciones técnicas que tienen como finalidad la evaluación de las depreciaciones del activo fijo. Por otro lado, la suma que hay que deducir de los beneficios netos para compensar el desgaste del capital.

**Análisis interno:** estudio de la cadena de valor del cliente, de sus ventajas competitivas y de la estrategia que requiere para aprovecharlas.

**Beneficio antes de impuestos (BAI):** Beneficios obtenidos por la empresa, sin considerar el efecto fiscal.

**Beneficio antes de intereses e impuestos (BAII):** Los beneficios conseguidos por la empresa, sin tener en cuenta la carga financiera ni el impuesto sobre sociedades.

**Balance:** Inventario que se realiza periódicamente y que pone de manifiesto, por un lado, los derechos y bienes de la empresa (activos) y por otro las obligaciones y deudas (pasivo).

**Cash flow (flujo de caja):** Es el dinero que genera la empresa de su actividad ordinaria.

**Cash flow financiero:** Se obtiene restando de los cobros de explotación, los pagos de explotación.

**Compañía:** Empresa, sociedad o asociación de personas con la intención de llevar a cabo una actividad mercantil con ánimo de lucro.

**Consumidor final:** Individuo que efectivamente utiliza la mercadería comprada.

**Consumidor intermedio:** son los distribuidores asociados a su empresa que le venden al cliente final.

**Coste de oportunidad del capital:** Rentabilidad exigible por el capital al tener otras opciones de inversión. Este concepto está muy ligado al factor riesgo de la alternativa.

**Coste del capital:** Coste medio ponderado de las diferentes fuentes de financiación que constituyen el exigible de una empresa.

**Crédito:** Operación de cambio que se basa en una necesidad de moneda que no posee y que el prestatario va a obtener a título oneroso. Concesión que se otorga al adquirente de bienes o servicios, como una ayuda económica, dándole un término para el pago.

**Demanda:** Voluntad y capacidad de los consumidores para adquirir bienes y servicios. Cantidad de un bien que se desea comprar a un precio determinado en un momento concreto.

**Dividendo:** Parte de los beneficios que se destinan de forma inmediata a los accionistas.

**Endeudamiento:** uso que se hace de créditos o préstamos bancarios a través de emisión de deuda.

**Fondo de comercio:** Valoración que se da a ciertos atributos de la empresa a valorar, que no figuran en el balance ni en el valor sustancial. Corresponde al exceso del valor total de la empresa, sobre su valor contable o sustancial. Se lo denomina también Goodwill, cuando el exceso es positivo y Badwill cuando es negativo.

**Gestión:** Máxima utilización de los recursos y materiales.

**Imagen corporativa:** Representación de la actitud, criterios y conceptos que pueda tener un entorno o colectivo determinado de una empresa.

**Inversiones:** Adquisición de medios de producción. Por extensión, es la adquisición de un capital para conseguir una renta.

**Liquidez:** Capacidad para hacer frente con rapidez a las obligaciones financieras contraídas, mediante la disposición de un activo líquido inmediato.

**Objetivo:** Meta o cualquier otra cosa específica que se desee alcanzar.

**Oferta:** Cantidad de bienes que pueden ser vendidos en un mercado y en un momento determinado.

**Pasivo:** Importe total de los débitos y obligaciones que tiene contraídos una empresa o persona. Origen de los recursos financieros.

**Patrimonio:** Conjunto de bienes y derechos que pertenecen a una empresa.

**Planificación:** Procedimiento racional, adaptativo y flexible que permite en práctica el conjunto de estrategias, políticas, programas y procedimientos para alcanzar los objetivos y metas en una determinada organización.

**Precio:** Suma de dinero a pagar al vendedor a cambio de recibir unos determinados bienes o servicios.

**Procedimiento:** Es el conjunto de actividades, tareas o pasos que deben seguirse secuencialmente y de manera estandarizada para ejecutar cualquier proceso contable o financiero.

**Ratio:** Coeficiente que establece la relación entre dos magnitudes ligadas entre sí.

**Rentabilidad:** Capacidad de un bien o capital invertido de producir una renta expresada en términos financieros.

**Rentabilidad económica:** La relación entre el activo total y los beneficios antes de intereses e impuestos.

**Rentabilidad financiera:** Relación entre beneficios antes de impuestos y la inversión de los accionistas (recursos propios).

**Riesgo económico:** Es el riesgo asumido por la empresa en la parte relativa a la inversión en explotación.

**Riesgo financiero:** Es el asumido en lo relativo a los compromisos de la deuda y la capacidad de poder hacer frente a su devolución y coste.

**Sinergia:** Incremento de la acción de diversas sustancias o parámetros, cuando actúan conjuntamente.

**Solvencia:** Capacidad de una empresa para atender sus compromisos con el conjunto de recursos que constituyen su patrimonio.

**Task force:** Se refiere a la composición del equipo de negociación que integran las partes interesadas.

**Tasa interna de retorno (TIR):** Corresponde a la tasa de actualización que hace que el Valor Actual Neto de un proyecto de inversión sea igual a cero.

**Valor actual neto (VAN):** Es el valor actualizado del proyecto de inversión, con respecto al mejor de los usos alternativos del dinero, considerando el momento de emprender el proyecto.

**Valor contable corregido:** Es el valor actualizado de los elementos que constituyen el balance contable de la empresa, realizado a partir del seguimiento de determinados criterios de valoración a fin de ajustar dichos valores contables.

**Valor contable neto:** Corresponde al valor de adquisición que figura en los libros, deducidas las amortizaciones.

**Valor de adquisición:** Se refiere a los precios de compra pagados en el pasado, denominados también históricos.

**Valor nominal de la acción:** Es el que se fijó como salida en su emisión.

**Valor contable de la acción:** Viene dado por la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible, dividido para el número de acciones emitidas.

**Valor intrínseco de la acción:** Equivale al valor contable, pero cuando los valores de activos inmovilizados han sido previamente actualizados y revalorizados.

**Valor de liquidación:** Valor de un bien que se ha situado en un marco de transacción. Se suele referir a la valoración de aquellos valores o bienes prescindibles para la explotación.

**Valor de rendimiento:** Corresponde a la cantidad de dinero que se precisa para una inversión, para que, una vez invertida a una tasa determinada, de cómo resultado una renta equivalente a la capacidad de beneficios de la empresa a valorar.

**Valor sustancial:** Contempla el activo de la empresa, como un conjunto de inversiones necesarias para la explotación. Este valor es el correspondiente al de reposición o inversión necesaria para obtener la actividad interesada.

## **CAPÍTULO II**

### **ANÁLISIS INTERNO DE LA COMPAÑÍA LA MOLINERA**

#### **2.1. CONOCIMIENTO DE LA EMPRESA**

##### **2.1.1. Reseña histórica**

La Molinera forma parte del Grupo Económico Vanguardia, que tiene su domicilio en la ciudad de Quito-Ecuador, y se encuentra muy bien posicionada en el ámbito empresarial del país, es así, que en la última encuesta realizada por PriceWaterhouseCoopers del Ecuador que determina las 500 mejores empresas del país, Grupo Vanguardia se ubicó entre las 100 primeras Empresas a nivel nacional.

Desde sus inicios el Grupo Vanguardia, entre otros negocios, contaba con la operación de “Molino El Águila”, y manteniendo su compromiso de invertir en el Ecuador decidieron aplicar una estrategia de expansión y de esta manera emprender la construcción de un nuevo molino, más grande y moderno.

La dirección del Grupo Vanguardia se ha caracterizado por su dinamismo y excelente gestión, es así que tras realizar la evaluación del proyecto de inversión de la molinera, se seleccionó al puerto de Manta como punto

principal de operaciones, principalmente por ofrecer la mayor cantidad de ventajas en relación al resto de puertos del país. El factor más importante para la selección de este puerto fue su privilegiada ubicación geográfica.

Es así que el 1 de Julio de 1996 se constituye formalmente La Molinera, siendo su razón social la elaboración de productos de molinería extraídos de granos de cereales (a excepción del maíz).

**Cuadro No. 1**

<b>Nombre empresa</b>	<b>Actividad que realiza</b>	<b>Compra a Compañías</b>	<b>Venta entre Compañías</b>
La Molinera	Elaboración de otros productos de molinería: granos de cereales (excepto maíz) precocidos, etc.	Compra de trigo y derivados a Moeca	Venta de harina a Vanguardia y DSM, harina y trigo a Moeca

Fuente: La Molinera

Elaborado por: Diego Céspedes y Mónica Gutiérrez

En la actualidad, La Molinera es calificada por expertos de la industria como el molino más moderno de América Latina.

Al momento la composición accionaria se presenta de la siguiente manera:

**Cuadro No. 2**

<b>Titular</b>	<b>Nacionalidad</b>	<b>No. de acciones /particip.</b>	<b>%</b>
Accionista 1	Ecuatoriana	27,485	2.91
Accionista 2	Ecuatoriana	806,994	85.44
Accionista 3	Ecuatoriana	110,036	11.65
<b>TOTAL (a)</b>		<b>944,516</b>	<b>100</b>

Fuente: La Molinera

Elaborado por: Diego Céspedes y Mónica Gutiérrez

El valor de cada acción es de 0,33 centavos de dólar. El total del capital de la Compañía asciende a US\$ 312,626.

### **2.1.2. Información legal**

- Nombre de la Empresa: La Molinera
- Fecha de Constitución: 1 de Julio de 1996, inscripción en el Registro Mercantil
- Objeto Social: Elaboración de productos de molinería extraídos de granos de cereales (excepto maíz).
- Nacionalidad: Ecuatoriana
- Domicilio Legal: ciudad de Quito y con autorización para abrir sucursales y agencias en cualquier lugar del país.
- Plazo de Duración: 100 años contados a partir de su inscripción en el Registro Mercantil

El Grupo Vanguardia se encuentra regulado externamente por la Ley de Compañías (Superintendencia de Compañías), la Ley de Régimen Tributario Interno, el Servicio de Rentas Internas y por decretos ejecutivos emitidos por el gobierno ecuatoriano. Internamente es normada por sus estatutos y reglamentos.

Al momento la compañía no presenta litigios o enfrentamientos judiciales de ninguna naturaleza.

En esta industria es muy importante considerar que los aranceles de importación son altos para las materias primas; actualmente la tasa impositiva para la importación de trigo es del 10%.

El gremio Molinero ha gestionado la exclusión del trigo del Sistema Andino de Franjas de Precios, adicionalmente aprobado el drawback o devolución de aranceles para exportadores, esto beneficiará al grupo toda vez que se inicien las exportaciones.

El producto final que ofrece La Molinera es harina, y al ser éste un bien de consumo masivo, recibe mucho control e intervención por parte del Gobierno en cuanto a la fijación de precios, es así que en el año 2002, el Gobierno mediante decreto ejecutivo 2257 y 2356 reguló los precios de la harina en \$16.5 el saco de 50 Kg.

Para el primer semestre se debe analizar la posibilidad de que se vuelva a dar una situación similar, pues los cambios en el precio internacional del trigo afectan directamente al precio de la harina.

### **2.1.3. Información corporativa**

Grupo Vanguardia está constituido por 11 empresas, de las cuales Vanguardia Alimentos es la compañía más antigua y es la que se desempeña como Holding o cabeza de grupo. Sin embargo, en la actualidad, la

compañía más importante en cuanto a volúmenes de ventas y márgenes de utilidad es La Molinera.

En el siguiente cuadro se ofrece un detalle de las principales empresas del grupo, las actividades que realizan y la fecha de constitución de cada una de ellas:

**Cuadro No. 3**

<b>Nombre empresa</b>	<b>Actividad que realiza</b>	<b>Fecha de Constitución</b>
Vanguardia Alimentos	Elaboración y comercialización de todo tipo de productos alimenticios de consumo humano en todas sus fases y estados, entre otras actividades.	21-03-1956
La Molinera	Elaboración de otros productos de molinería: granos de cereales (excepto maíz) precocidos, etc.	1-07-1996
Molino El Águila	Elaboración de otros productos de Molinería: Granos de cereales (marochillo y afrechillo) precocidos.	24-12-1981
Backery	Elaboración, importación, comercialización en el mercado interno y exportación de pan, pastelería, galletería y productos relacionados con esta rama	12-05-1995
Fruits	Compra de frutas al sector agrícola, y procesamiento hasta secarlas y congelarlas para su exportación. Durante los últimos años su rentabilidad y capacidad de generar utilidades no des- pega y no ha cancelado las fuertes inversiones efectuadas por su accionista La Molinera.	Dic-99

Fuente: La Molinera

Elaborado por: Diego Céspedes y Mónica Gutiérrez

Vanguardia Alimentos: El 100% de la empresa le pertenece al Accionista 2 (a través de Islasol 95%). El giro del negocio, en un 70% se basa en un solo cliente y consiste en la venta de colación escolar y galleta proteica al Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo (PNUD) para las escuelas beneficiadas, el cual mediante contratos establece los precios y condiciones de entrega. El 15% de sus ventas se las realiza al Programa Mundial de Alimentos para el suministro de productos proteicos prenatales (Mi papilla, Mi Bebida). Para evitar la dependencia de sus ventas para el 2002 y 2003 ha lanzado nuevos productos que están en etapa de introducción y posicionamiento.

El PNUD retiene el 5% como fondo de garantía del total facturado el que se devuelve a los seis meses (se registra como garantía en otros activos). A partir de septiembre del 2001 con base a instrucciones del PNUD se factura el producto con tarifa 12%.

Su giro del negocio está compuesto de dos unidades:

- Planta estrusora, que se encarga de producir coladas, “papilla”, “brebajes”, leche en polvo, avena. Para aprovechar la capacidad de producción de dicha planta la cual a la fecha todavía se encuentra subutilizada (puede producir mas cantidad y muchos mas productos), su capacidad se alquila a su compañía relacionada Bakery para producir mejoradores de masas.

- Panadería, básicamente venta de pan y pastelería a varios distribuidores y a sus locales propios. En términos generales al cierre no existe productos en proceso (se trabaja con órdenes de producción). Importa Leche en polvo, vitaminas y otros químicos.

Tiene un apalancamiento con Instituciones Financieras en un 10%, y una liquidez del 40%, generando un flujo operativo de US\$ 998.000

Molino El Águila: El 99% de las acciones son del Accionista 2 (a través de Islasol), también se desarrolla en un sector muy competitivo en cuanto a la fijación de precios de la harina, los cuales al 2002 se han normalizado. Se encuentra diseñando nuevos productos como harinas fraccionadas y masas para eliminar su dependencia de pocos clientes (Vanguardia Alimentos 36% y Distribuidor Amyel 43% de las ventas). El año anterior activaron importantes gastos en su planta de Amaguaña, para darle mayor vida útil a su activo fijo (sus molinos están junto a la planta estrusora de Vanguardia). Básicamente compra el trigo a La Molinera y lo produce en harina.

Backery: El 60% de las acciones le pertenecen a Gist Brocades (Holanda) y 40% a Vanguardia Alimentos, el 80% de sus compras corresponden a importaciones de químicos, levaduras y mejoradores a sus compañías relacionadas en el exterior.

En la actualidad, la empresa se encuentra ampliando su negocio a la importación y exportación de saborizantes y esencias a Colombia cuya

participación se espera incremente en los próximos años. Sus ventas no están concentradas mayormente (10% a Vanguardia).

El grupo además está conformado por otras compañías pequeñas que se detallan a continuación:

**Agrícola Santander:** Compañía florícola que exporta en su mayoría a Estados Unidos y Europa. Su accionista principal con casi el 100% de acciones es el Accionista 2, y opera con una Cía. OffShore: Santander Trading.

**Islasol S.A.:** Tiene acciones de Panificadora Vanguardia y Bakery, por lo que recibe dividendos de estas compañías. Esta empresa se constituyó con el fin de percibir los dividendos y repartirlos a los accionistas.

**Urbanizaciones Modernas:** Cobra arriendos de las oficinas al resto de las compañías del grupo, excepto a Islasol, con quien tiene un gasto arriendos y, eventualmente, pasivos, por este concepto. En ocasiones suele cobrar por anticipado el arriendo.

**Servicios Portoserto:** Cobra honorarios por servicios administrativos al resto de las compañías del grupo.

Portoserto compra software, programas e incurre en gastos administrativos como suministros, mantenimiento, sueldos (el personal percibe un sueldo por parte de cada compañía y otro sueldo por parte de Portoserto), etc. Todos

estos gastos son facturados mensualmente a todas las compañías, para que a su vez, con esta factura puedan respaldar los gastos de amortización o los gastos administrativos incurridos. La distribución de estos gastos es prorrateada por Portoserto según el uso y la infraestructura de cada compañía.

Agrícola Río Páramo: Compañía del Accionista 2, que se dedica a la agricultura y ganadería.

Entriland Trade: Compañía constituida en Uruguay en 1999 y que se diseñó con el fin de comprarle la cartera de Vanguardia a esa fecha (1999) al 85% a cambio de liquidez.

#### 2.1.3.1. Diseño organizacional

El Grupo está gobernado en primer lugar por la Junta General de Accionistas que se reúne una vez al año y mantiene reuniones junto con el Directorio cada trimestre para monitorear el negocio (Balance Score Card y Estados Financieros).

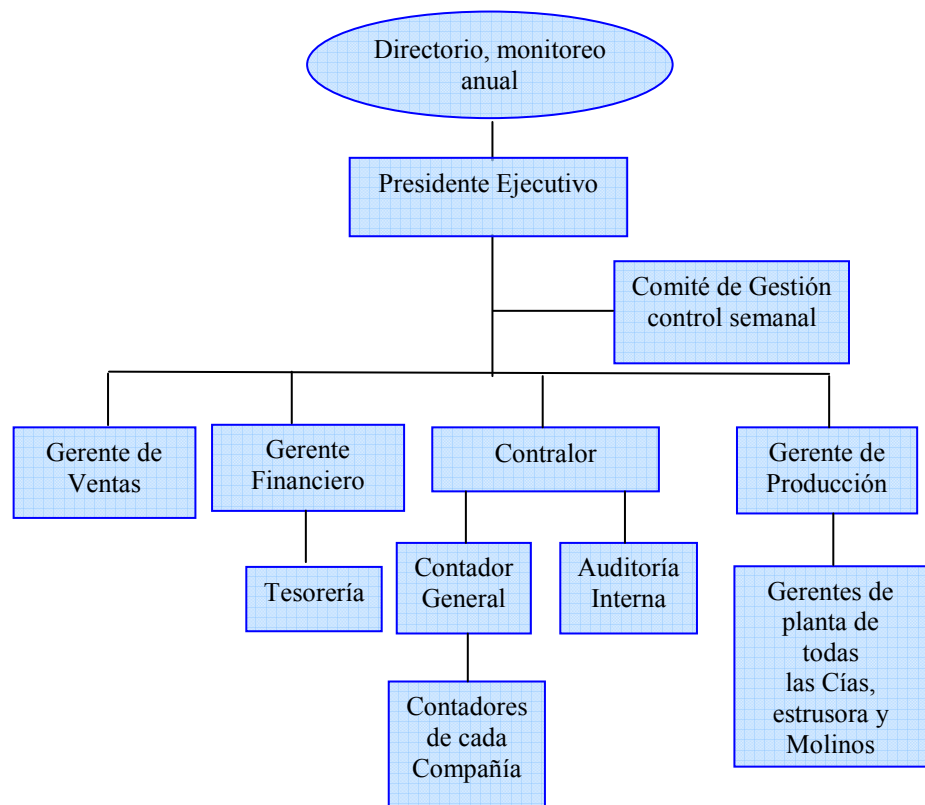
La Junta General de Accionistas está compuesta en un 100% por la familia Ramírez. El representante legal y miembro del directorio es Gonzalo Ramírez.

El directorio es el segundo ente que dirige la empresa estableciendo directrices y estrategias al corto y largo plazo para realizar los

correctivos necesarios de la gestión de la empresa. Se reúne una o dos veces al mes, y revisa los Estados Financieros, índices y control de presupuestos.

El tercer ente de gobierno del grupo es el Comité de Gestión conformado por los 4 líderes de área, los mismos que dirigen y fijan políticas para todas las empresas del grupo liderando las áreas de Ventas, Producción, Estrategia y Finanzas. Es importante mencionar que los líderes poseen experiencia suficiente y asesoran al directorio a través del monitoreo periódico del negocio.

El organigrama del Grupo Vanguardia está formado de la siguiente manera:



Fuente: La Molinera  
Elaborado por: La Molinera

En general la organización está diseñada para controlar y administrar a todas las empresas del Grupo, la plana ejecutiva mayor controla y trabaja para todas las empresas, a excepción de los gerentes de producción y planta.

Las principales herramientas que utiliza el grupo para asegurar el buen funcionamiento de las empresas que lo conforman y el cumplimiento de metas están:

Plan estratégico: Cada año, el directorio se reúne con el comité de gestión. El directorio, basados en las observaciones operativas y sugerencias hechas por el comité, elabora los correctivos necesarios al plan estratégico. Así también toma en cuenta las 5 fuerzas de Porter. Dicho plan propone líneas de acción a seguir para todos los negocios. El comité es el encargado de que se cumplan las decisiones adoptadas en esta reunión.

Comité de Gestión: Está conformado por: Gerente de Ventas y Marketing, Gerente de Planta, Gerente de Recursos Humanos, Gerente Financiero, Gerente de Fruits, Gerente de San Andrés, Contralor. Este comité se reúne cada semana para monitorear y evaluar la actividad operativa de las empresas, resolver sobre la operación del negocio sobre todo en cuanto a la evolución de las cantidades producidas por producto, crecimiento en ventas y cumplimiento con el presupuesto, aprovechamiento de la capacidad instalada y evolución de las cuentas por cobrar, necesidades de

apalancamiento y financieras. El comité junto con el contador de cada área elabora también el presupuesto.

Balance Score Card: Es una herramienta de control y seguimiento del plan estratégico. Sirve para medir el cumplimiento de ventas, cobranzas, y en general del cumplimiento de los objetivos planteados a todo el personal y a todas las áreas.

#### **2.1.4. Compromisos contractuales**

Actualmente La Molinera no mantiene contratos trascendentes que comprometan la producción de la compañía, sin embargo al hacer un análisis de la concentración de la cartera pudimos identificar como principales clientes a empresas relacionadas del grupo, las empresas relacionadas del grupo, mencionadas en 2.1.3., conforman un 35% de la cartera de clientes.

Al concentrarse un porcentaje importante de la cartera en empresas relacionadas del Grupo, al mismo tiempo que se identifica un riesgo también se identifica una fortaleza por continuidad en el volumen de las ventas, ya que si bien no existe un contrato formal, siempre las Compañías del Grupo continuarán consumiendo productos de La Molinera.

Es importante mencionar que a todos los clientes, relacionados o no relacionados, se les da igual tratamiento con respecto a la política de

provisión de cuentas incobrables, las mismas que se realizan en función de las normas establecidas por la Ley de Régimen Tributario Interno

### 2.1.5. Información financiera histórica

En base a los estados financieros de La Molinera (Anexos), se ha realizado un análisis financiero sugerido por Eliseo Santandreu basado en seis puntos, con el objeto de conocer la política financiera histórica de la empresa.

Rentabilidad del Patrimonio: Este ratio es calcula dividiendo los beneficios después de impuestos para el patrimonio que tiene la compañía. En el siguiente cuadro se puede observar la evolución de éste indicador a partir del año 2000 hasta el año 2004:

**Cuadro No. 4**

	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>
Rentabilidad del Patrimonio	0.549	0.129	0.321	0.310	0.325

Fuente: La Molinera

Elaborado por: Diego Céspedes y Mónica Gutiérrez

En el año 2000 la utilidad después de impuestos representaba un 54.9% del Patrimonio, es importante tener en cuenta que en el año 2000 tengo un efecto en el Estado de Resultados de \$387,050 ocasionados por exposición a la inflación (aplicación de NEC 17).

Para el siguiente año, éste índice decrece, debido al incremento de los costos de productos vendidos y de los gastos de ventas y de administración, los

cuales experimentaron un crecimiento mayor al crecimiento de ventas. Es importante mencionar también que durante los años 2000 y 2001, el país pasaba por una transición económica causada por el cambio de moneda (de sucre a dólar), lo que causó que los costos y gastos se incrementaran de manera acelerada.

Para los años 2002 y 2003, el índice de Rentabilidad del Patrimonio es del 0.321 y 0.31 respectivamente. En cuanto al año 2004, el presente índice es de 0.32. Después del año 2001, la empresa ha tenido mejorías representadas en el incremento de las utilidades obtenidas durante los tres años siguientes, y en los cuales se puede apreciar que la Rentabilidad del Patrimonio se ha mantenido.

Evolución del Beneficio/Capital Social: La evolución del beneficio sobre el capital social permite observar la política adoptada por la empresa en cuanto a autofinanciamiento. Así para la empresa objeto de éste análisis, los ratios son:

**Cuadro No. 5**

	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>
Evolución del Beneficio/Capital Social	3.372	3.171	3.5	3.71	3.789

Fuente: La Molinera

Elaborado por: Diego Céspedes y Mónica Gutiérrez

Estos ratios indican que la política aplicada por la empresa en el período comprendido entre el año 2000 y 2004 ha sido la de triplicar sus recursos en

relación con el capital social. Por otra parte, este valor corresponde al accionista, el cual puede observar que la retención de beneficios que ha ido aplicando en el tiempo ha triplicado su inversión.

Rentabilidad de las Nuevas Inversiones Incorporadas: Para el análisis de la rentabilidad de las nuevas inversiones se utiliza el ratio Rendimiento Marginal de la Inversión, mismo que se calcula de la siguiente manera: beneficios antes de intereses e impuestos dividido para el activo marginal y el resultado se multiplica por 100.

**Cuadro No. 6**

	2000	2001	2002	2003	2004
Rendimiento Marginal de la Inversión (%)		-99.0	8.778	-41.375	13.668

Fuente: La Molinera

Elaborado por: Diego Céspedes y Mónica Gutiérrez

El rendimiento marginal de la inversión demuestra que los beneficios adicionales de la empresa con respecto a la inversión adicional (activo marginal) ha mantenido un comportamiento inconstante. Así, en el año 2001 y 2003, las inversiones realizadas no provocaron que se generara un rendimiento adicional, ya que en estos años la utilidad fue menor a la del año precedente.

En los años 2002 y 2004, la empresa, tiene una mejoría al incrementar sus utilidades. Es importante señalar que no se puede predecir con exactitud cuál va a ser el comportamiento de este índice, ya que como se aprecia en el

cuadro anterior, La Molinera no consigue en todos los años obtener rendimientos marginales como producto de sus nuevas inversiones.

Proporción entre Capital Social/Reservas: El objetivo de toda empresa es obtener la mayor rentabilidad de sus recursos propios. Mas, también es importante que los dueños de las acciones/participaciones se sientan bien retribuidos por su inversión. Por éste motivo, es importante conocer la relación entre la rentabilidad por acción.

Así, para La Molinera la rentabilidad la rentabilidad por acción son:

**Cuadro No. 7**

	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>
<b>Rentabilidad por acción (%)</b>	0.613	0.135	0.372	0.381	0.407

Fuente: La Molinera

Elaborado por: Diego Céspedes y Mónica Gutiérrez

Como se puede observar, la rentabilidad por acción descendió casi 20 puntos desde el año 2000 hasta el año 2004. Esto se debe principalmente al drástico descenso en las utilidades que sufrió la empresa en el año 2001, provocando que su recuperación sea variable en los años siguientes.

Coste de los Recursos Permanentes Utilizados: Para La Molinera, los ratios son los siguientes:

**Cuadro No. 8**

	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>
Coste de los recursos antes de impuestos (%)	64.459	36.22	51.832	58.605	58.955
Coste de los recursos después de impuestos (%)	41.093	23.090	33.043	37.361	37.584

Fuente: La Molinera

Elaborado por: Diego Céspedes y Mónica Gutiérrez

Los resultados demuestran que el exigible a largo plazo tiene un coste que disminuyó en el año 2001 pero que a partir de ese año ha ido aumentando. Esto está relacionado con el hecho que la empresa mantiene un mismo nivel de gastos financieros ya que la deuda a largo plazo también se mantiene en los mismos valores, sin dar muestra de alguna disminución.

Política de Endeudamiento:

**Cuadro No. 9**

	<b>2000</b>	<b>2001</b>	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>
Rentabilidad del Patrimonio (%)	54.9	12.9	32.1	31.0	32.5
Coste de los recursos permanentes (%)	41.093	23.090	33.043	37.361	37.584
Relación entre la rentabilidad de recursos propios y el coste de recursos permanentes	1.336	0.557	0.971	0.83	0.863

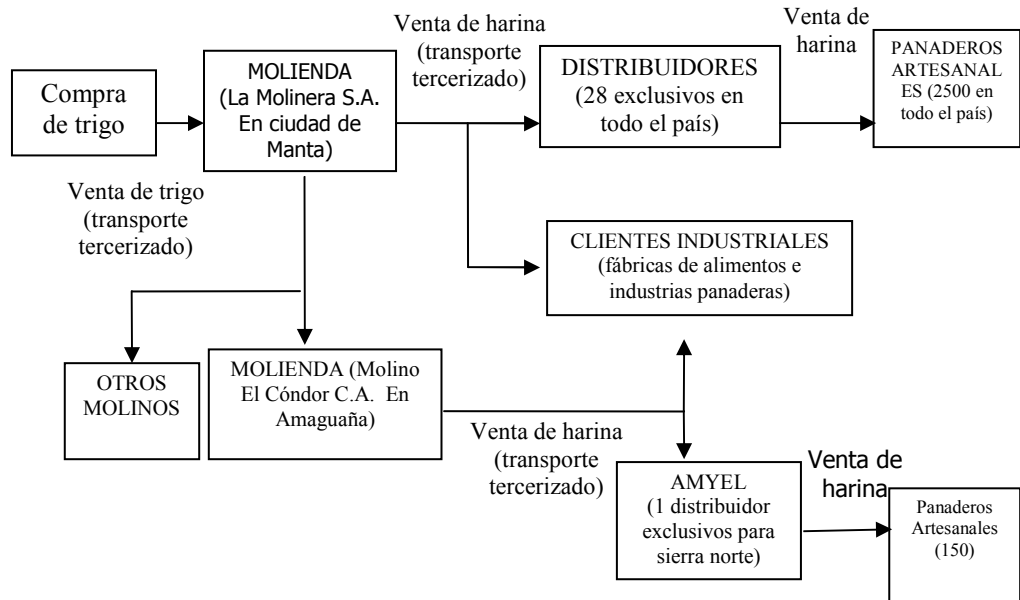
Fuente: La Molinera

Elaborado por: Diego Céspedes y Mónica Gutiérrez

Este ratio muestra que el coste de los recursos ajenos es mayor a la rentabilidad del patrimonio. Esto se debe a que la empresa mantiene el mismo nivel de deuda, lo que ocasiona que la empresa no disminuya sus gastos financieros, lo que a su vez repercute en las utilidades netas.

## 2.1.6. Entendimiento de los procesos internos de La Molinera

El proceso general de las actividades que realiza La Molinera es el siguiente:



Fuente: La Molinera

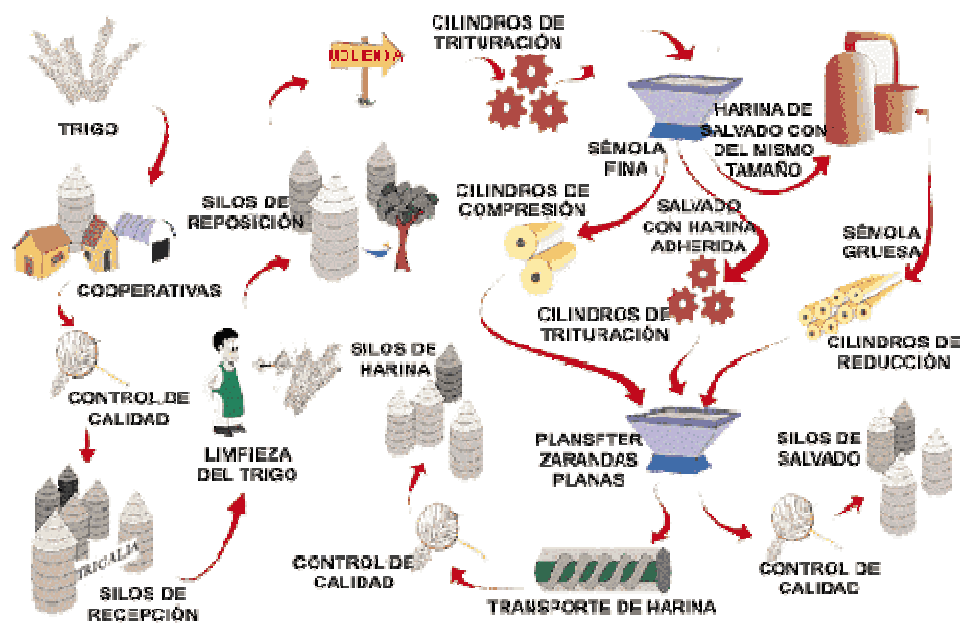
Elaborado por: Diego Céspedes y Mónica Gutiérrez

Este proceso comienza con la compra del trigo, que representa un 75% del costo de producción de la harina, continúa con la molienda del trigo y termina con la venta de la harina, ya sea a otros molinos, distribuidores o a clientes industriales.

En cuanto al proceso de molienda de granos comprende las siguientes operaciones:

- Recepción y pesado de granos.

- Almacenamiento de granos.
- Carga de los granos en la tolva del molino.
- Molido o triturado de los granos.
- Zarandeado.
- Pesado.
- Almacenamiento y/o entrega.



### 2.1.7. Definición de unidades de negocio

En la actualidad, la nueva gestión del negocio se lleva a cabo en base a Unidades Estratégicas de Negocio que son las categorías de productos.

La Molinera siguiendo las nuevas tendencias administrativas, dentro de su proceso de molienda determina tres tipos de harinas, las mismas que constituyen sus unidades de negocios:

Harina Panadera: Este tipo de harina se caracteriza por su elasticidad, docilidad y suavidad, lo que permite que se adapte de manera rápida tanto a las panaderías mecanizadas como a los pequeños obradores.

La formulación básica de la harina panadera es:

Harina de Trigo	99.97984%	
Bromato de Potasio	0.00250%	
Enzima alfa amilasa	0.00200%	
Premezcla vitamínica	Tiamina B1	0.00040%
	Riboflavina B2	0.00070%
	Hierro	0.00550%
	Niacina	0.00400%
	Ácido Fólico	0.00006%
	Maltrodextrina	0.00500%

Harina Galletera: La harina galletera tiene la intención primordial de ser usada en la fabricación de galletas. El modo en que la masa se expande durante el horneado es un factor importante en la producción de las mismas.

La prueba de horneado de las harinas para galletas miden el radio ancho-alto (factor de expansión) como factor de calidad de la harina. La prueba alcalina de capacidad de retención de agua para las harinas de trigo suave muestra la mejor correlación con el factor de expansión.

El uso de la harina de trigo duro o de trigo suave clorinado (pastel) disminuye el factor de expansión. Si el factor de expansión en los productos es muy elevado, la sustitución del 10%-20% de harina para pastel frecuentemente proporciona la solución correcta.

Harina para Fideos: La harina para fideos de La Molinera ha logrado un alto nivel de aceptación entre los fabricantes de fideos alrededor de todo el país.

Entre las principales características de ésta harina están:

- Alto contenido de gluten y proteínas
- Color blanco
- Bajo contenido de ceniza
- Alta absorción

## 2.2. ANALISIS Y EVALUACION DEL PLAN ESTRATEGICO

### 2.2.1. Definición de la Industria

El giro del negocio de La Molinera se enfoca en la industria de molienda de trigo y venta de harinas y subproductos, el mencionado sector tiene considerables necesidades y carencias, pero al mismo tiempo grandes oportunidades para servir y crecer.

El mercado al que se enfoca La Molinera es principalmente:

- Mercado de panaderías
- Mercado Industrial (industrias panaderas, pastas y galletas)

➤ Hogares

El alcance geográfico de las operaciones de La Molinera se circunscribe únicamente al territorio nacional.

Para empezar el análisis de los principales puntos del plan estratégico de La Molinera, se considera importante mencionar la Misión y Visión de la Compañía.

Misión.- Liderar el mercado de productos de molinería ofreciendo un excelente servicio. Basados en: satisfacer al cliente, trabajar honestamente, competir en forma leal y recta, innovar continuamente, respetar a nuestros socios comerciales, buscar la satisfacción y desarrollo de nuestro personal, mantener un retorno financiero atractivo para nuestros inversionistas.

Visión.- Ser el Molino líder en el Ecuador, tanto en calidad como en innovación, dentro de los próximos 10 años.

### **2.2.2. Inversiones**

La Molinera se encuentra en operación desde 1996, por lo que es prácticamente un Molino nuevo, las instalaciones se encuentran operando en excelentes condiciones y continúan depreciándose a una tasa del 10% anual.

Según datos proporcionados por la empresa, al momento La Molinera se encuentra produciendo a un 75% de su capacidad lo que indica que en un horizonte de tiempo razonable no hace falta incrementar la capacidad instalada de la compañía.

Es por estas razones que no es necesario realizar inversiones en reposición de maquinaria, ni de ampliación para incrementar la capacidad productiva de La Molinera.

Sin embargo la inversión inicial realizada en años pasados requirió de un apalancamiento financiero que se viene arrastrando y están reflejados en los flujos de caja.

### **2.2.3. La demanda de harina**

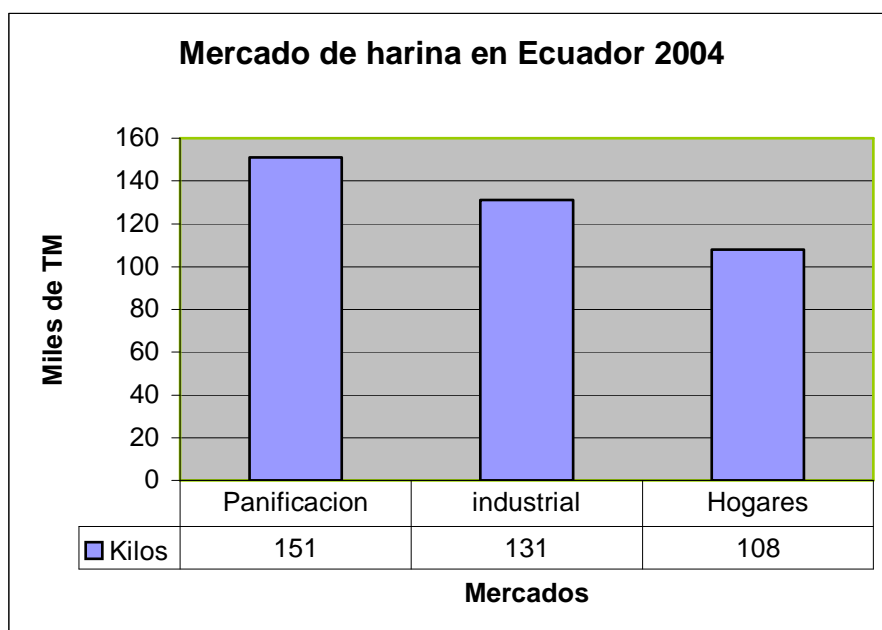
El mercado de harina en el Ecuador, es un mercado maduro y crece a tasas estables, que dependen principalmente del crecimiento poblacional por lo que esta ligado directamente al comportamiento de la demanda en los mercados finales.

- Al realizar un análisis del mercado de harinas en el Ecuador y al compararlo con otros países de la región se muestra que no existe una brecha de subdesarrollo entre el mercado local y los mencionados mercados internacionales.

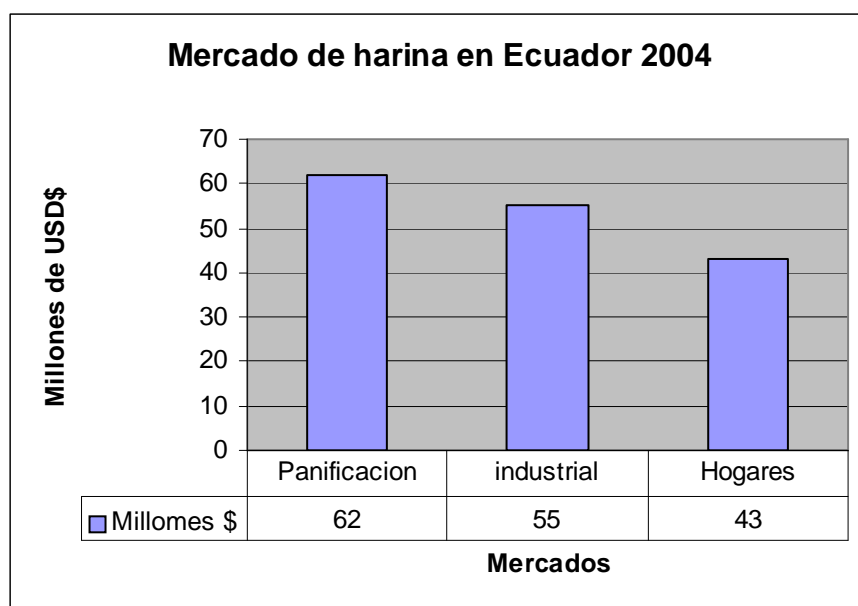
- Dentro de los 3 segmentos de mercados en los que se desempeña La Molinera, las harinas para panificación crecen a las tasas estimadas para el mercado de panaderías.
- Hogares, fideos y galletas crecen a la tasa proyectada de crecimiento real del gasto de hogares. El rubro otros crece a la tasa proyectada de crecimiento del PIB real.

### 2.2.3.1. Cuantificación del mercado de la harina

El mercado de harinas en el 2004 se estimó en 390 mil TM con un valor de mercado aproximado de US\$ 160 millones. La harina destinada para panificación representa alrededor del 38% del mercado total tanto en volúmenes como valores.



Fuente: La Molinera  
Elaborado por: Diego Céspedes y Mónica Gutiérrez



Fuente: La Molinera

Elaborado por: Diego Céspedes y Mónica Gutiérrez

#### 2.2.3.2. Proyecciones del mercado de harina

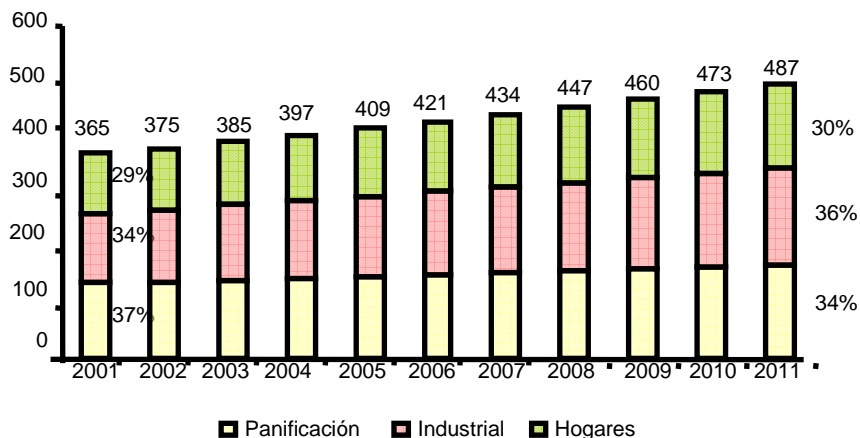
El mercado de harina crecerá a una tasa promedio anual de 3%. Las harinas para panificación crecerán a una tasa de 2.5%. En valores, las harinas para panificación son relativamente más importantes que en volúmenes.

**Cuadro No. 10**

Producto	2,001	2,011
Panificación	134	165
Industrial	125	174
Hogares	106	148

Fuente: Apoyo Consultoría

Elaborado por: Apoyo Consultoría

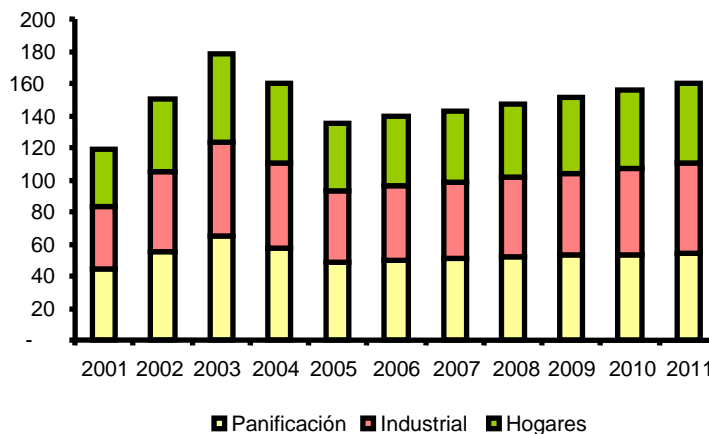


Fuente: Apoyo Consultoría  
 Elaborado por: Apoyo Consultoría

**Cuadro No. 11**

Producto	2,001	2,011
Panificación	44	54
Industrial	39	55
Hogares	35	50

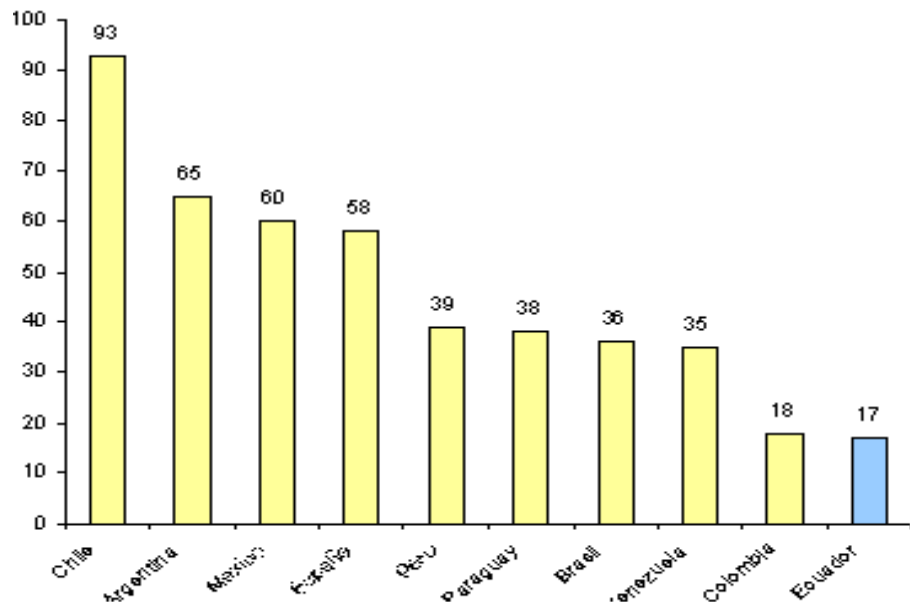
Fuente: Apoyo Consultoría  
 Elaborado por: Apoyo Consultoría



Fuente: Apoyo Consultoría  
 Elaborado por: Apoyo Consultoría

### 2.2.3.3. Demanda de panaderías

Evidentemente las panaderías representan el principal segmento de mercado en el que se enfoca La Molinera, sin embargo la demanda de panaderías en Ecuador, según estadísticas, se considera como la menor en toda la región de América Latina, con un total de consumo de 17 Kilos anuales per capita, lo que lleva a inferir una demanda total de 204 mil TM de consumo anual total.

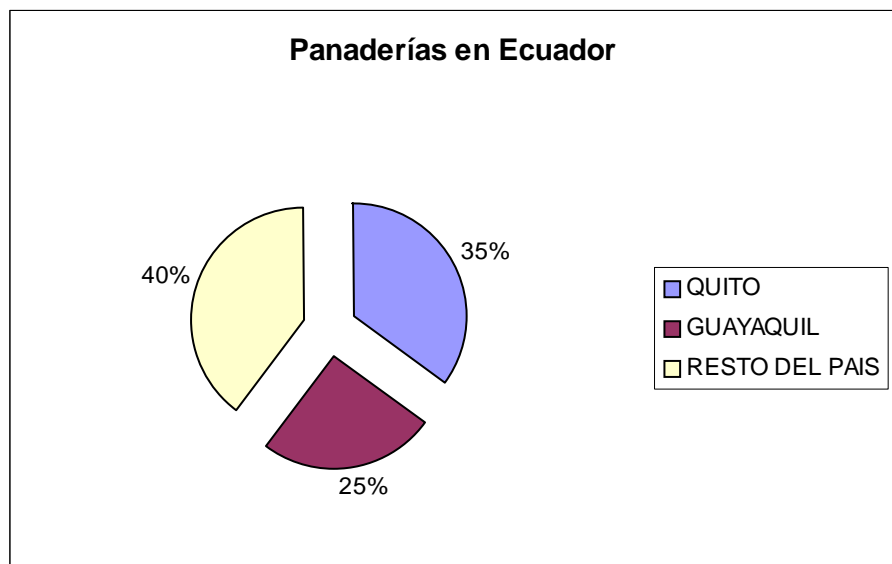


Fuente: [www.el-universal.com](http://www.el-universal.com); [www.caracol.com.co](http://www.caracol.com.co)

La estadística indica a Chile como el principal consumidor de productos de panadería, el mismo que mantiene un consumo de 93 kilos anuales per cápita, que sobrepasa en 5.5 veces el consumo per cápita del Ecuador.

Haciendo un análisis regional, en lo que corresponde a Latinoamérica se puede concluir que la media de consumo de productos de panadería es de 46 kilos anuales per cápita, que sobrepasa en 2.7 veces al consumo per cápita actual del Ecuador. Se considera que este indicador es de gran importancia ya que en la actualidad con el proceso de globalización y de tratados de integración comerciales que afecta a la mayoría de países. Así también se puede visualizar un panorama alentador en cuanto al incremento en el consumo de productos de panadería en el Ecuador.

En cuanto a la demanda interna de productos de panadería observamos que en el Ecuador existen aproximadamente 5,500 panaderías de las cuales un 60% se ubica en las ciudades de Quito y Guayaquil.



Fuente: departamento de mercadeo de La Molinera

#### 2.2.4. Entorno competitivo

La industria molinera en el país presenta un entorno altamente competitivo, principalmente por dos razones:

- Existe una sobreoferta de producción, es decir que existe un excedente de capacidad instalada en la infraestructura molinera actual.
- El hecho de que el producto final que ofrecen los molinos es la harina y no existe una diferencia sustancial en este tipo de producto, es decir se trata de un commodity.

Los hechos mencionados anteriormente hacen que exista un alto nivel de rivalidad dentro de la industria, en donde la competencia se da principalmente por precios.

La industria molinera nacional se encuentra dominada principalmente por 4 actores principales, los que se presentan en el siguiente cuadro:

**Cuadro No. 12**

<b>Harinas</b>	
<b>Competidor</b>	<b>Harina %</b>
Industrial molinera	27%
La Molinera	20%
Molino Superior	16%
Molinos del Ecuador	13%
Otros	24%
	100%

Fuente: La Molinera

Elaborado por: Diego Céspedes y Mónica Gutiérrez

#### 2.2.4.1. Análisis de los principales competidores

**Industrial Molinera:** Líder de la industria, es parte del Grupo Empresarial Noboa el mismo que mantiene varios negocios en el país, entre los cuales los mas importantes son: banano, transporte, seguros Avena y balanceados.

Este Grupo Empresarial tiene gran importancia en el Ecuador, tal es así que es considerado por varios analistas económicos como el principal grupo empresarial del país, el grupo es liderado por Álvaro Noboa, quien en los últimos años a incursionado en la política, postulándose en dos ocasiones para la presidencia de la república.

Fortalezas.- Industrial Molinera tiene muchos años en el mercado lo que le ha permitido darse a conocer en todo el país, razón por la cual actualmente es el molino con los productos mas conocidos por los consumidores

Debilidades.- La gestión empresarial no es muy eficiente, por lo que las estrategias que aplican son poco ortodoxas

**Molino Superior:** Mantiene un 16% de participación del mercado. Es parte del Grupo Empresarial Superior, el mismo que ha aplicado una estrategia de integración vertical hacia delante incursionando en la producción de fideos y galletas

Fortalezas.- Molino Superior desde sus inicios ha sido muy cuidadoso con la calidad de sus productos, lo que en la actualidad le permite contar con reconocimiento del mercado en cuanto a la calidad de los productos ofrecidos

Debilidades.- El alcance geográfico de Molino Superior se centra únicamente en la ciudad de Quito, y no tiene proyecciones de incursionar en otras regiones.

**Molinos del Ecuador:** Posee un 13% de participación del mercado, forma parte del grupo empresarial Molitor, el mismo que ha aplicado una estrategia de diversificación principalmente hacia la industria de la avena

Fortalezas.- La principal fortaleza de este Grupo es la cadena de distribución. El grupo cuenta con una distribuidora.

Debilidades.- Los productos ofrecidos por Molinos Ecuador no tienen un buen posicionamiento en cuanto a la percepción de calidad de sus productos.

**Otros:** Se trata de molinos pequeños ubicados a lo largo de todo el país, que representan un total del 24% de la demanda total, estos molinos han formado una asociación (Ecuagran) la que principalmente

realiza las importaciones de materia prima para todos los molinos pequeños.

#### **2.2.5. Análisis de la posición estratégica**

La Molinera participa en 3 mercados, el de panificación, el Industrial y el de hogares, de los cuales el primero es el más importante tanto por el porcentaje que representa del total de ventas de La Molinera como por el panorama alentador de crecimiento que ofrece este mercado.

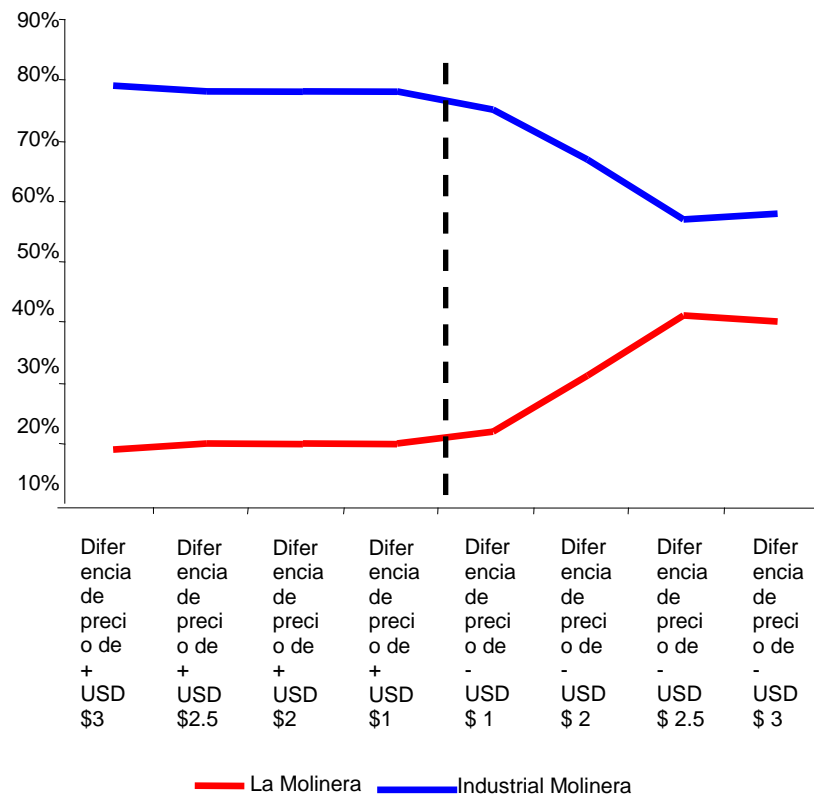
Los mercados Industrial y de Hogares son mercados bastante estáticos, que han venido manteniendo un comportamiento uniforme a través de los últimos años, además las proyecciones de estos mercados no presentaran cambios importantes de manera que la participación que mantiene La Molinera en éstos mercados permanece constante.

Con estos antecedentes centramos el presente análisis de posición estratégica en el mercado de la panificación.

Como mencionamos anteriormente la competencia presenta 4 actores principales, sin embargo existe una marcada diferencia en el liderazgo de los mercados de Quito y Guayaquil, es así que Industrial Molinera lidera el mercado de Guayaquil, mientras que Molinos Superior lidera el mercado de Quito, de manera que la Molinera tiene que competir contra estos dos líderes en cada uno de los dos mercados importantes del país.

2.2.5.1. Posición de La Molinera con respecto a los líderes en Quito y Guayaquil

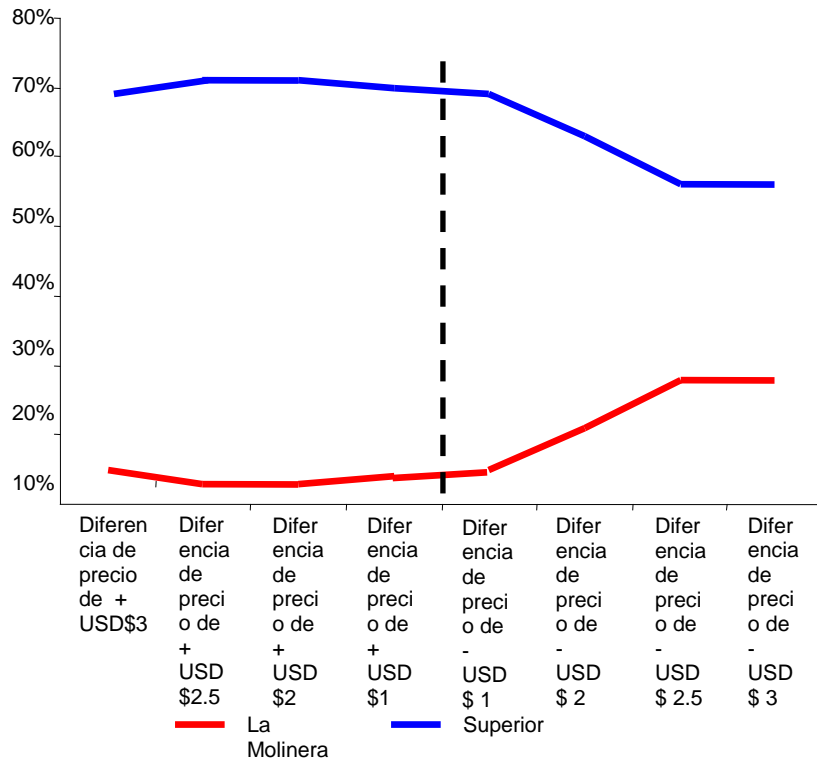
Mercado de Guayaquil



Fuente: La Molinera  
 Elaborado por: La Molinera

Observamos que el líder del mercado de Guayaquil lleva una marcada ventaja, hecho que se da principalmente por el largo tiempo que viene operando Industria Molinera en este mercado lo que ha desarrollado una gran fidelidad de los clientes hacia los productos de esta empresa.

## Mercado de Quito



Fuente: La Molinera

Elaborado por: La Molinera

En el mercado de Quito se evidencia que el líder lleva una ventaja aún mayor, pero en este caso la razón es la percepción de calidad que tienen los productos de molinos Superior

Del presente análisis podemos concluir que La Molinera ocupa un segundo lugar en los dos principales mercados del país, sin embargo la diferencia entre La Molinera y el líder de cada uno de los mercados es bastante marcada, diferencia que se da principalmente por dos razones:

- Fortalezas de las marcas líderes en Quito y Guayaquil, por fidelidad de sus clientes y por la calidad de los productos respectivamente
- Falta de Cobertura de los productos de La Molinera

#### 2.2.5.2. Análisis FODA de La Molinera

##### **Fortalezas**

- La imagen de la marca y la percepción del producto son muy buenas entre los clientes de La Molinera.
- El mercado le acepta pagar un premium de precio a los productos de La Molinera, aunque el segmento sea pequeño.

##### **Oportunidades**

- Aprovechando la capacidad disponible se puede lanzar nuevas marcas de productos en los mercados en los que ya se tiene un expertise avanzado.
- Desarrollar cobertura de clientes a través de optimización de la red actual. Es posible lograr eficiencias a través de un mayor control de los distribuidores y del logro de objetivos a través de benchmarks internos y mejores prácticas.

### **Debilidades**

- No tiene una cobertura de distribución que le permita un mayor crecimiento, en particular en Quito, uno de los mercados más importantes de Ecuador.
- La imagen de la marca no es muy buena entre los no clientes, principalmente en cuanto a la percepción de calidad.

### **Amenazas**

- No mantener la promesa de valor en el cliente. Riesgo de que la percepción de calidad y premium de La Molinera se vea igualada por otras marcas.
- En Quito, La Asociación de Pequeños Molineros tienen también una base sólida de clientes, podría ser un peligroso adversario si es que decide a incrementar su volumen de ventas en el mercado.

#### **2.2.6. Supuestos para la proyección de ventas**

Los principales supuestos para la proyección de ventas en los flujos de caja proyectada a 5 años son:

- La Molinera incrementará anualmente en 2,5% su participación de mercado en harinas para panificación hasta un techo de 33%. Este

crecimiento tiene su fundamento en el crecimiento poblacional en el Ecuador.

- La Molinera mantendrá su participación de mercado de harina para pastas, galletas, hogares y otros por lo que éstas crecen a tasas de mercado, lo cual es consistente con que no exista una política comercial de impulso de estas líneas.
- La capacidad máxima de producción de La Molinera en términos de harina es de 57 mil TM al año. Puede producir volúmenes adicionales contratando maquila o alquilando un molino pequeño para así aprovechar el valor de sus marcas.

El comportamiento de las ventas históricas tienen la siguiente tendencia (aquí hay que considerar las cifras de los años 2002 /3 y 4 hay que señalar que se da un incremento de mas de 2.5%)

**Cuadro No. 13**

VENTAS	Δ%	VENTAS	Δ%	VENTAS	Δ%	VENTAS	Δ%	VENTAS
2000	%	2001	%	2002	%	2003	%	2004
8,456,177	4%	8,821,577	-1.43%	8,695,502	6%	9,217,233	1.46%	9,352,119

Fuente: La Molinera

Elaborado por: Diego Céspedes y Mónica Gutiérrez

La Compañía ha venido realizando ventas por aproximadamente \$9,000,000 durante los últimos 4 años, utilizando en promedio un 75% la capacidad de la planta, podemos apreciar que existe un crecimiento histórico en las ventas de aproximadamente un 3% cada año, de modo que el supuesto planteado para la valoración de un incremento anual de 2.5% es bastante conservador y adecuado para los fines del presente estudio.

### 2.3. DETERMINACION DE LAS CARACTERISTICAS DE LA OFERTA

La oferta se encuentra determinada por dos características.

- Sobreoferta ocasionada por un exceso de la capacidad Instalada.
- Dependencia de la materia prima.

#### 2.3.1. Sobreoferta ocasionada por un exceso de la capacidad instalada

La industria Molinera nacional tiene una capacidad instalada de aproximadamente 975.000 toneladas anuales de la cual se utilizan aproximadamente 430.000 toneladas por año, lo que indica que existe una capacidad ociosa de 56%.

La Molinera tiene los siguientes índices en cuanto a la capacidad instalada:

	Cap. Inst.	Cap. Util.	Cap. Ociosa
La Molinera	100%	75%	25%

Podemos observar que la capacidad ociosa de La Molinera se encuentra por debajo del promedio de la Industria.

Es importante mencionar que La Molinera cuenta con tecnología de punta, según estudios efectuados por Carguill de Canadá. La Molinera es la industria Molinera No 1 en América Latina en porcentaje de extracción (es la que más harina obtiene por kilo de trigo). Debido a que sus molinos son de los más modernos y nuevos del continente.

### **2.3.2. Tendencia de la materia prima**

La oferta de productos de Molinería se encuentra directamente relacionada a su principal materia prima, se trata del trigo el mismo que representa un 75% del costo de producción de la harina.

Por esta razón presentamos en los puntos 3.3.2. y 3.3.3 un análisis ampliado sobre tendencias del precio y del trigo.

## **2.4. ENTENDIMIENTO DEL USUARIO FINAL**

La Molinera atiende básicamente al segmento de harinas para panificación y el de harinas industriales, razón por la cual sus principales clientes son las panaderías, fábricas de alimentos e industrias panaderas y otros molinos, como por ejemplo Molino El Cóndor

En el segmento de harinas para panificación, la empresa tiene una participación en el mercado del 25% con la marca Paniplus que está posicionada como premium en precios.

En el segmento de harina para industriales, tiene una participación de 13% sin contar con ningún posicionamiento particular.

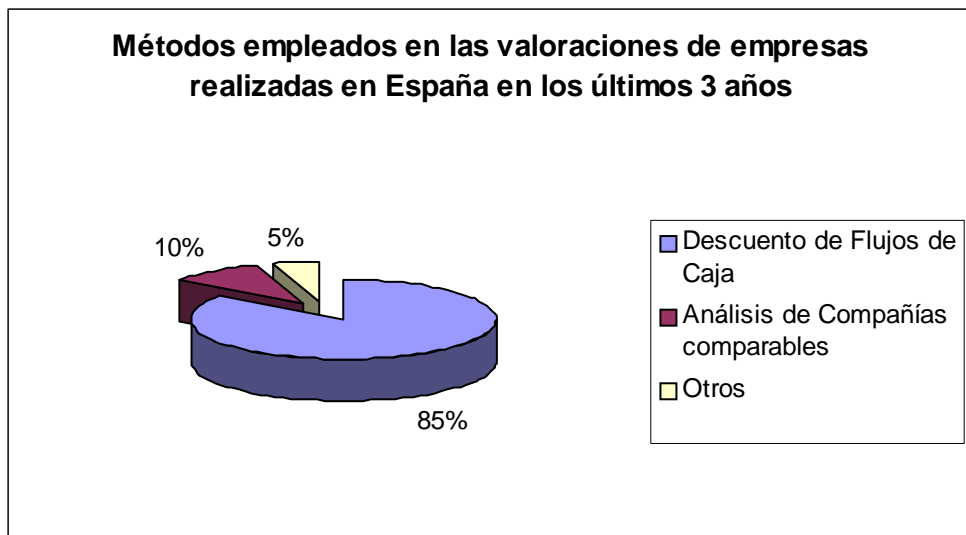
## **CAPÍTULO III**

### **VALORACION DE LA COMPAÑÍA LA MOLINERA**

#### **3.1. DETERMINACION DEL METODO OPTIMO PARA LA VALORACIÓN DE LA MOLINERA**

De la totalidad de métodos de valoración de empresas, el método de flujos de caja descontados es el que se utiliza con mayor frecuencia, ya que es considerado el más correcto conceptualmente hablando, puesto que obtiene el valor del negocio en base a las rentas futuras que este sea capaz de generar.

El predominio del método de flujos de caja descontado se refleja en la siguiente estadística realizada por PricewaterhouseCoopers, en la que indica que “del total de valoraciones de empresas realizadas en España en los últimos 3 años, un 85% se realizaron empleando el método de descuento de flujos de caja”.



De acuerdo con el método de descuento de flujos de caja, el valor actual del negocio es igual al valor actual de los flujos de caja libres que el mismo generará en el futuro para un período previamente delimitado, más el valor residual del negocio al final de dicho período, ambos sumandos descontados al valor presente en base a una tasa de actualización o de descuento estimada.

Adicionalmente es importante mencionar que el método de descuento de flujos de caja, por su gran capacidad analítica y de rigor, es aplicable prácticamente para satisfacer cualquiera de los motivos de la valoración, sean estos internos o externos.

### **3.1.1. Condiciones especiales que debe presentar una compañía para hacer el descuento de flujos de caja**

El método de flujos de caja descontados es especialmente útil para negocios que cumplan con las siguientes características:

- Que realicen operaciones de carácter cíclico
- Que se trate de una empresa en marcha
- Que mantenga un nivel de financiamiento constante
- Que inicien una etapa después de un cambio significativo en sus operaciones y/o estructura (reciente proceso de fusión, nuevo equipo directivo, etc.)
- Que hayan resultado afectados recientemente por una recesión o expansión económica
- Que sus gestores utilicen técnicas de creación de valor
- Que experimenten o vayan a producirse cambios previsibles con respecto a la evolución de los últimos años
- Que tengan un plan de inversiones significativo para los próximos años (lanzamiento de nuevos productos, mejoras en la eficiencia de fabricación, aumentos de capacidad productiva, etc.)
- Que vayan a acometer cualquier tipo de proceso de reestructuración de costos
- Que la vida de la compañía sea limitada<sup>4</sup>

A continuación se realiza un análisis comparativo de las condiciones mencionadas con el caso particular de La Molinera.

Que realicen operaciones de carácter cíclico: La Industria Molinera en general realiza operaciones de carácter cíclico, el mismo que no es muy marcado, sin embargo tiene sus altibajos dentro del ejercicio económico.

---

<sup>4</sup> PriceWaterhouseCoopers, “Guía de Valoración de Empresas” Edición especial cinco días, página 151

Que se trate de una empresa en marcha: La Molinera sin lugar a dudas se trata de una empresa en marcha, la misma que seguirá operando a futuro, se supone entonces que la empresa estará en capacidad de reponer indefinidamente los activos que se desgastan o destruyen, manteniendo sin deterioro su capacidad de producción.

Que mantenga un nivel de financiamiento constante: La estructura de financiamiento de La Molinera se mantiene constante tanto en su estructura como también en el costo de las fuentes de financiamiento empleadas.

Que inicien una etapa después de un cambio significativo en sus operaciones y/o estructura (reciente proceso de fusión, nuevo equipo directivo, etc.): La Molinera se encuentra en un proceso reestructuración del directorio por cuanto el mencionado hecho marca una nueva etapa en la vida de la compañía.

Que hayan resultado afectados recientemente por una recesión o expansión económica: Los últimos 3 años han sido de una relativa estabilidad económica, sin embargo los indicadores Macroeconómicos vaticinan un crecimiento económico del Ecuador en los próximos 3 años.

Que sus gestores utilicen técnicas de creación de valor: Uno de los objetivos de este estudio es proporcionar una base para implementar la herramienta de gestión de creación de valor.

Que experimenten o vayan a producirse cambios previsibles con respecto a la evolución de los últimos años: No se evidencian cambios significativos en la Industria ya que como se explico en el capítulo anterior, la Industria muestra barreras de entrada muy altas y en el mercado actual se espera un crecimiento en función de la población del país.

Que tengan un plan de inversiones significativo para los próximos años (lanzamiento de nuevos productos, mejoras en la eficiencia de fabricación, aumentos de capacidad productiva, etc.): Si bien el producto final de esta industria se trata de un commodity, la competencia cada vez se orienta más hacia la calidad del producto y la eficiencia en la producción, ahora al tratarse de un molino nuevo, considerado el más moderno de América Latina, no se espera inversiones importantes en maquinaria, lo que si esta considerada es la constitución de la provisión para la reposición de la misma y adicionalmente la adquisición de nuevos equipos como por ejemplo vehículos y computadoras que finalmente representan un valor importante en los Estados Financieros y en los Flujos proyectados.

Que vayan a acometer cualquier tipo de proceso de reestructuración de costos: Al momento no existen expectativas de reestructurar costos.

Que la vida de la compañía sea limitada: Como se indica en el capítulo 2, en la escritura de constitución de la compañía se indica el período de vida de La Molinera, la misma que puede variar según sean las circunstancias.

Como lo indican cada una de las características particulares de La Molinera, y las estadísticas de aplicación de métodos de valoración, el método óptimo a aplicarse en este caso es el de descuento de flujos de caja, el mismo que procedemos a desarrollar a continuación.

## 3.2. SISTEMATIZACION DE LA INFORMACION SOBRE LA EMPRESA

### 3.2.1. Proyecciones macroeconómicas básicas

Antes de realizar un análisis de las proyecciones y tendencias del trigo y de la harina, es conveniente realizar una evaluación del ambiente macroeconómico que ha tenido el país en los últimos años.

A raíz de la crisis bancaria en 1999 y la adopción de una nueva moneda (dólar) en el año 2000, el Ecuador ha ido presentando cambios en sus indicadores macroeconómicos, los mismos que, al irse equiparando a los índices internacionales, denotan una mayor estabilidad.

Así, la inflación que en el año 1999 fue del 60.7%, en diciembre del año 2004, este índice presentó un porcentaje del 1.95, observándose una clara estabilidad en los índices de precios. Para el presente año y para los años venideros, se espera que la inflación siga disminuyendo o que en caso darse la tendencia contraria, el porcentaje no sobrepase el 3%; manteniéndose de ésta manera la meta de tener una inflación baja y de un solo dígito.

En cuanto al riesgo país, el Ecuador (EMBI) se ubicó en 700 puntos aproximadamente a diciembre del 2004, frente a los 4.712 puntos del 5 de

junio del 2000, año en que asumió la presidencia el Ing. Lucio Gutiérrez para un período de cuatro años. En los primeros meses, del año 2005, el riesgo país ha disminuido, hasta colocarse en 637 puntos, sin embargo, debido a la crisis política que todavía soporta el país, se considera que este indicador va a oscilar entre los 650 y 750 puntos en los próximos años.

Con respecto a las tasas de interés, también se ha visto variaciones. Es así que, la tasa activa referencial a la presente fecha es del 10.6% y la pasiva referencial es el 3.93%. Ambas tasas de interés han ido descendiendo desde el año 2001, cuando se encontraban en 16.54% para la activa y 9% para la pasiva.

En lo que respecta al PIB, también ha tenido un ascenso a través del tiempo, como lo presenta la siguiente tabla:

**Cuadro No. 14**  
**EVOLUCIÓN DEL PIB**

<b>Año</b>	<b>PIB (en millones de dólares)</b>
1997	23,635
1998	23,255
1999	16,674
2000	15,934
2001	21,024
2002	24,311
2003	27,201
2004	30,282
2005	31,722

Fuente: Superintendencia de Bancos del Ecuador  
Elaborado por: Diego Céspedes y Mónica Gutiérrez

La tasa de crecimiento de largo plazo del PIB se estima en 3.5% anual. La tasa de crecimiento poblacional descenderá de 1.7% anual a 1.3% hacia el final del período.

**Cuadro No. 15**  
**TASAS DE CRECIMIENTO ANUALES ESPERADAS 2002-2011**  
**(porcentajes)**

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
PIB real	2.8%	3.2%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
Gasto hogares real	2.8%	3.2%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
Población Quito	2.9%	2.9%	2.7%	2.6%	2.4%	2.3%	2.1%	2.0%	1.8%	1.3%

Fuente: Banco Central del Ecuador

Elaborado por: Diego Céspedes y Mónica Gutiérrez

Todos los índices económicos son de gran relevancia puesto que indican el camino que pretende seguir el país, así como también, algunos de los indicadores representan la base para la determinación del valor de la empresa La Molinera.

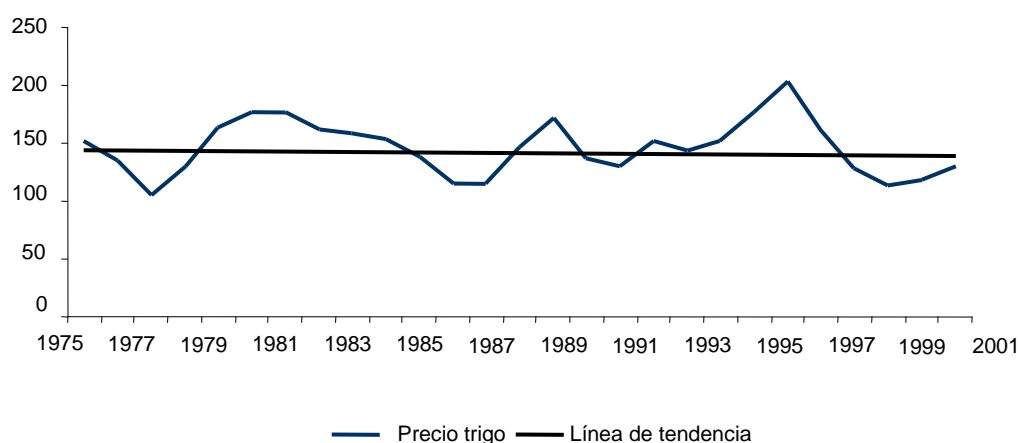
Los datos presentados anteriormente fueron proporcionados por el Banco Central del Ecuador y la Superintendencia de Bancos.

### **3.2.2. Tendencia y proyección del precio del trigo**

El precio del trigo durante el período comprendido entre 1975 y el 2001 ha tenido una tendencia prácticamente horizontal en el largo plazo, notándose la

presencia de picos y valles que han durado por varios años, como se puede observar en el siguiente gráfico:

**PRECIOS DEL TRIGO PROMEDIO ANAUL**  
**(Hard Red Winter Nro 2, FOB Golfo, US\$/TM)**



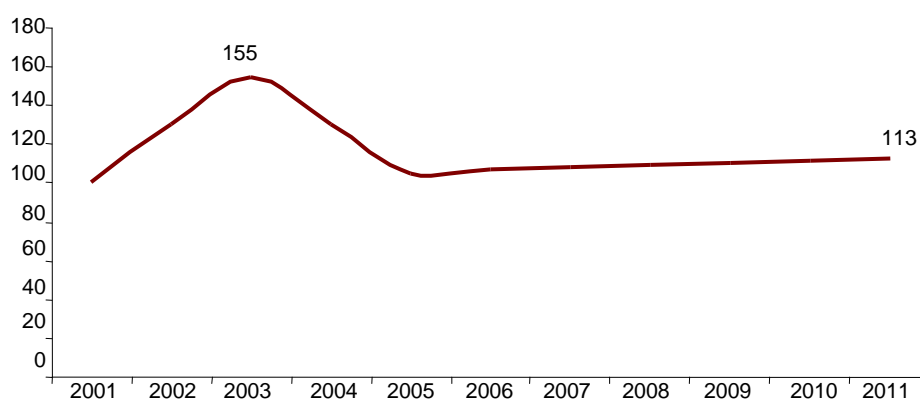
Fuente: ODEPA  
Elaborado por: ODEPA

Sin embargo en el tercer trimestre del 2002, los precios del trigo subieron drásticamente, debido a problemas climáticos en USA, Canadá y Australia por sequías. Este fenómeno, unido a otros menores, generó que éste sea un período de gran volatilidad. Esta situación se mantuvo hasta el tercer trimestre del 2003.

A partir del año 2004, la OECD estimó que el precio del trigo podría seguir teniendo una ligera tendencia alcista en un escenario neutral, debido a un leve crecimiento del consumo que de la producción de trigo, compensado por una reducción en los inventarios de los países menos desarrollados.

Mas, con el propósito de mantener un escenario conservador, se toma como referencia el precio del año 2001 para la proyección del mismo a nivel mundial.

### **INDICE DE PRECIO DEL TRIGO PROMEDIO ANUAL PROYECTADO (2001=100)**



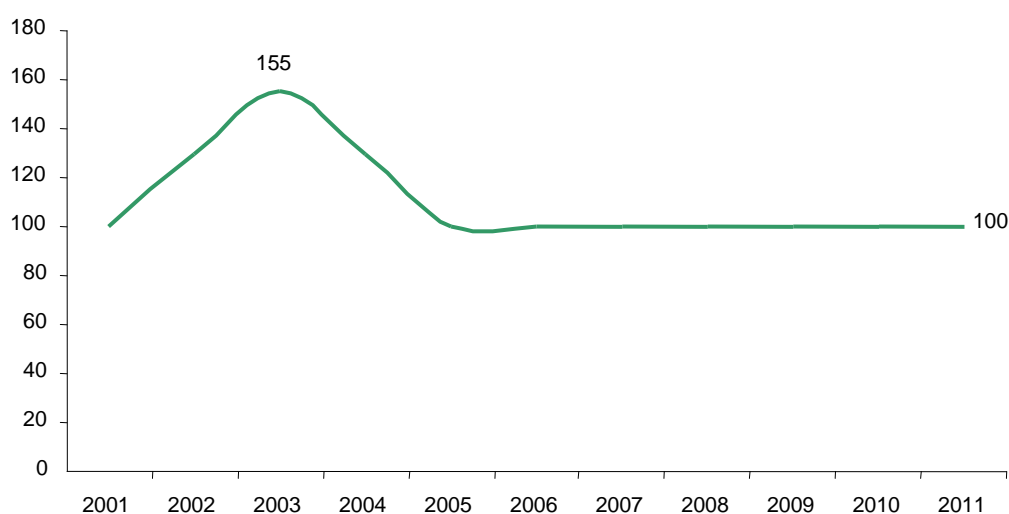
Fuente: OECD Secretariat, World cereal projections, USWheat Associates.  
Elaborado por: OECD Secretariat.

Para el presente estudio, el índice de los precios del trigo que se utilizará para ajustar los precios y los costos de los productos derivados de este cereal incluye el crecimiento en el precio del trigo entre el 2002 y 2004 y precios promedios similares a los del año 2001 para los años posteriores.

Históricamente el precio del trigo tiene una tendencia horizontal estable. Esta tendencia se encuentra en niveles promedio similares a los registrados en el año 2001. Por ello, es razonable asumir que el precio del trigo en los años posteriores al 2004 tendrá una tendencia horizontal y un valor similar al del

año 2001. Una ventaja adicional de este supuesto es que se introducen menos especulaciones en las proyecciones que responden a las fuerzas de mercado de los productos del Grupo Vanguardia.

### **INDICE DE PRECIO DEL TRIGO PROMEDIO ANUAL PARA EL PRESENTE ESTUDIO (2001=100)**



Fuente: APOYO Consultoría.

Elaborado por: APOYO Consultoría.

### **3.2.3. Proyección del mercado de harina**

El mercado de la harina en el país, es un mercado que crece de manera estable, ya que depende directamente del comportamiento de la demanda en los mercados libres, razón por la cual el crecimiento poblacional tiene una gran incidencia.

Según proyecciones hechas por La Industria Molinera del Ecuador, se estima que el mercado de harina crecerá a una tasa promedio anual de 3%, y que las harinas para panificación crecerán a una tasa de 2.5%. En valores, las harinas para panificación son relativamente más importantes que en volúmenes.

Así, el mercado de harina en el 2004 fue de 390 mil TM con un valor de mercado aproximado de US\$ 160 millones, del cual la harina destinada para panificación representa alrededor del 38% del mercado total, tanto en volúmenes como valores.

### 3.3. PROYECCION DEL DESEMPEÑO ECONOMICO FINANCIERO DE LA MOLINERA

#### 3.3.1. Bases generales

Para la preparación de las proyecciones financieras se utilizó las siguientes consideraciones y premisas que constituyen la base para los flujos de caja proyectados con los que se realizara finalmente el ejercicio de valoración.

- Variables Macroeconómicas para lo que consideramos el entorno económico actual y las proyecciones del mismo, tal como se muestra en 3.2.1.
- Se considera una generación constante de recursos basados en el volumen actual de ventas
- Se analizó los supuestos planteados para la evolución de las ventas

- Se evaluó la consistencia entre el plan estratégico de la compañía y las cifras financieras proyectadas.
- Se tomó en cuenta las condiciones relevantes del negocio incluyendo tendencias y expectativas de crecimiento del mercado
- Necesidades previstas de capital de trabajo y de inversión en activos fijos, principalmente para su reposición.

### **3.3.2. Análisis de las partidas importantes que tienen un impacto directo en los flujos de caja proyectados**

Ingresos por Ventas: Los ingresos proyectados por La Molinera corresponden principalmente a la venta de harina, adicionalmente se realiza la venta de afrecho que se lo obtiene del desperdicio incurrido en la elaboración de la harina, pero no tiene impacto con respecto al total del volumen de ventas.

El incremento estimado en los ingresos por ventas se han definido con un criterio conservador en un porcentaje del 2.5% anual, este incremento esta ligado directamente con el crecimiento demográfico de la población ecuatoriana, el mismo que se ha determinado en un 3.5% anual.

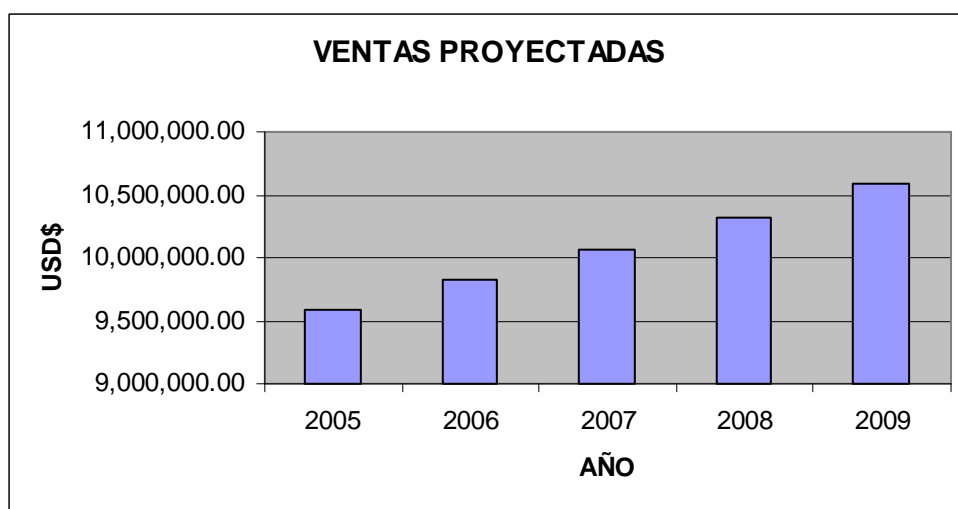
**Cuadro No. 16**

	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Incremento en las Ventas de la Compañía	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
Crecimiento demográfico del Ecuador para los próximos 5 años	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%

Fuente: La Molinera

Elaborado por: Diego Céspedes y Mónica Gutiérrez

En el año 2004 se registró un total de ingresos anuales de aproximadamente US\$ 9, 352,119. De acuerdo al incremento proyectado de las ventas y a la validación de los supuestos para la proyección de las mismas, se ha estimado un monto aproximado de US\$ 9,585,921 de ingresos para el año 2005, US\$ 9,825,569 para el año 2006, US\$ 10,071,209 para el año 2007, US\$ 10,322,989 para el año 2008 y US\$ 10,581,064 para el año 2009, según se aprecia en el gráfico siguiente:



Fuente: La Molinera

Elaborado por: Diego Céspedes y Mónica Gutiérrez

Cobros a Clientes: Corresponden a ingreso de efectivo proveniente de las cuentas por cobrar emitidas y registradas, pendientes de cobro a esa fecha. Se estima un período de recuperación de 1 mes, debido a que nuestro estudio considera flujos de caja anuales generados al final de cada año, la mencionada política de cobros no tienen impacto en los flujos finalmente determinados por lo que se considera que el total de lo vendido en cada año es cobrado el mismo año.

Costos de Ventas: Para la proyección de este rubro se considera que la evolución de los costos tendrá un comportamiento estable con relación al ingreso, basados en esta premisa consideramos los valores históricos de costos directos e indirectos según registros financieros y determinamos una proporción del 62.48% con respecto al ingreso, para todos los períodos proyectados.

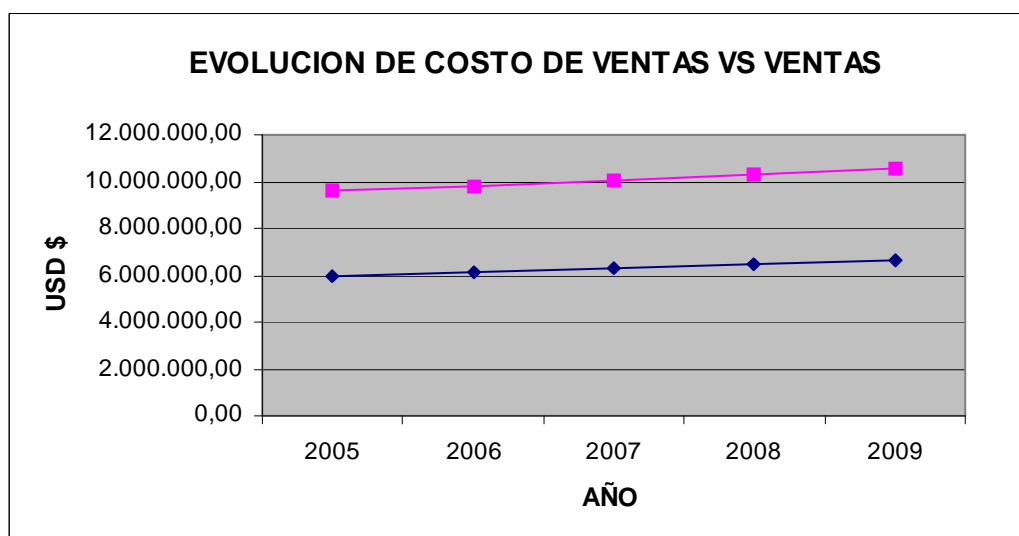
De manera que el rubro de Costo de Venta representa la siguiente relación con respecto a los ingresos anuales:

**Cuadro No. 17**

	2005	2006	2007	2008	2009
Costos de Ventas con respecto al total de ventas	62.5%	62.5%	62.5%	62.5%	62.5%

Fuente: La Molinera

Elaborado por: Diego Céspedes y Mónica Gutiérrez



Fuente: La Molinera

Elaborado por: Diego Céspedes y Mónica Gutiérrez

Hay que señalar que para la proyección de estos rubros se ha considerado la tasas de inflación proyectadas para el Ecuador, la misma que afecta tanto al ingreso como a los gastos.

**Cuadro No. 18**

	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Inflación del Ecuador	3%	3%	3%	3%	3%

Fuente: La Molinera

Elaborado por: Diego Céspedes y Mónica Gutiérrez

Gastos de Administración: Corresponden principalmente a gastos de personal, beneficios sociales, materiales y suministros, capacitación, servicios básicos y mantenimiento. Estos gastos presentan históricamente un comportamiento lineal y en vista de que no se espera un incremento en estos gastos, se han proyectado en un valor fijo de US\$ 855,543 para todos los años.

**Cuadro No. 19**

	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Gastos de Administración	\$855,543	\$855,543	\$855,543	\$855,543	\$855,543

Fuente: La Molinera

Elaborado por: Diego Céspedes y Mónica Gutiérrez

Gastos de Ventas y Mercadeo: Este rubro agrupa principalmente a gastos de personal, honorarios profesionales, investigación y desarrollo, promoción y publicidad. Estos gastos están directamente ligados con el volumen total de

ventas, es así que se ha determinado para el flujo de caja proyectado un porcentaje del 18% con respecto al total de ventas, como se grafica en el siguiente cuadro:

**Cuadro No. 20**

	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Gasto de Ventas con respecto al total de ventas	18%	18%	18%	18%	18%

Fuente: La Molinera

Elaborado por: Diego Céspedes y Mónica Gutiérrez

Otros ingresos y otros egresos: Se trata de los ingresos y egresos no operacionales. La Molinera no genera ingresos ajenos a la operación del negocio ya que no posee inversiones en acciones ni inversiones financieras, y no planea percibir ingresos por este concepto en el futuro, sin embargo si se considera los gastos financieros ocasionados por los pasivos bancarios originados principalmente por la inversión inicial, los gastos financieros se proyectan de acuerdo al cargo financiero generado sobre el monto del pasivo bancario del período.

Para el año 2005 se proyecta un comportamiento inusual de la deuda, ya que, por motivos de costo de la deuda, se pronostica realizar una precancelación de un pasivo bancario mediante la contratación de otro préstamo bancario, de manera que en el año 2005 el gasto financiero proyectado asciende a US\$ 528,419.

A partir del año 2006 se espera un comportamiento uniforme de la deuda, el que obviamente ocasiona un comportamiento similar en el gasto financiero proyectado, el mismo que se ilustra en la siguiente tabla:

**Cuadro No. 21**

<b>FECHA</b>	<b>MONTO</b>	<b>TASA DE INTERES</b>	<b>GASTO INTERES</b>
Deuda al 31 de diciembre_06	3,190,477	12%	382,857
Deuda al 31 de diciembre_07	2,690,477	12%	322,857
Deuda al 31 de diciembre_08	2,190,477	12%	262,857
Deuda al 31 de diciembre_09	1,490,477	12%	178,857

Fuente: La Molinera

Elaborado por: Diego Céspedes y Mónica Gutiérrez

Variación de Capital de Trabajo: No están previstas variaciones importantes de capital de trabajo.

Cuentas por Pagar Largo Plazo: Se trata de préstamos realizados por Compañías relacionadas al Grupo Empresarial, a diciembre del 2004 se mantiene un saldo pasivo acumulado de US\$ 518,817 el mismo que será cancelado en el flujo del año 2005, posteriormente a este período no se espera adquirir obligaciones de esta naturaleza. El siguiente gráfico muestra la evolución de este rubro:

**Cuadro No. 22**

	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Cuentas por pagar Largo Plazo	\$518,817	0	0	0	0

Fuente: La Molinera

Elaborado por: Diego Céspedes y Mónica Gutiérrez

Inversión en Activos Fijos: La proyección de los ingresos por ventas y gastos relacionados, se realizaron bajo la premisa de que la Dirección manejará el negocio de tal manera que la compañía podrá seguir utilizando la infraestructura con la que opera actualmente, sin necesidad de inyectar inversiones adicionales significativas en el futuro en cuanto a dicha infraestructura.

Sin embargo se proyecta realizar inversiones para mantenimiento y overhaul de la maquinaria principal, así como para adquisición de otro tipo de equipos como vehículos y computadoras principalmente, se estima un incremento de \$20,000 cada año con respecto al inmediato anterior.

En el siguiente cuadro presenta las inversiones esperadas en el horizonte de los próximos 5 años.

**Cuadro No. 23**

	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>
Inversiones en activo fijo	\$6,800	\$50,000	\$70,000	\$90,000	\$130,000

Fuente: La Molinera

Elaborado por: Diego Céspedes y Mónica Gutiérrez

Financiamiento Externo: Se trata de préstamos bancarios contratados en años anteriores para financiar principalmente la inversión inicial para el arranque de las operaciones de la compañía.

Como mencionamos anteriormente para el año 2005 se proyecta un comportamiento particular del pasivo bancario, ya que por motivos de costos de la deuda actual se pronostica contratar un préstamo de US\$ 2,296,618 para precancelar parte de los créditos vigentes a la fecha, el total en las cancelaciones bancarias se proyectan en \$1,530,000, acumulando un pasivo total a final del 2005 de US\$ 3,190,477, El movimiento neto de la deuda en el año 2005 nos da un monto positivo de US\$ 766,618, los gastos financieros generados durante el años ascienden a US\$ 528,419.

A partir del año 2006 partimos con saldo total de la deuda de US\$ 3,190,477, y se pronostican pagos parciales de capital e interés, como se indica en la siguiente tabla de amortización.

**Cuadro No. 24**

<b>FECHA</b>	<b>MONTO</b>	<b>TASA DE INTERES</b>	<b>CUOTA DE CAPITAL</b>	<b>CAPITAL REMANENTE</b>	<b>GASTO INTERES</b>
Deuda 31 de diciembre 05	3,190,477	12%	500,000	2,690,477	382,857
Deuda 31 de diciembre 06	2,690,477	12%	500,000	2,190,477	322,857
Deuda 31 de diciembre 07	2,190,477	12%	700,000	1,490,477	262,857
Deuda 31 de diciembre 08	1,490,477	12%	700,000	790,477	178,857
Deuda 31 de diciembre 09	790,477	12%	790,477	-	-

Fuente: La Molinera

Elaborado por: Diego Céspedes y Mónica Gutiérrez

Impuestos: El 15% de la utilidad anual que la compañía debe reconocer a sus empleados de acuerdo con la legislación laboral así como el 25% de impuesto

a la renta determinados por la Ley de Régimen Tributario Interno, estos porcentajes han sido considerados en las proyecciones de ingresos y gastos.

#### 3.4. ESTIMACION DEL COSTO DE CAPITAL

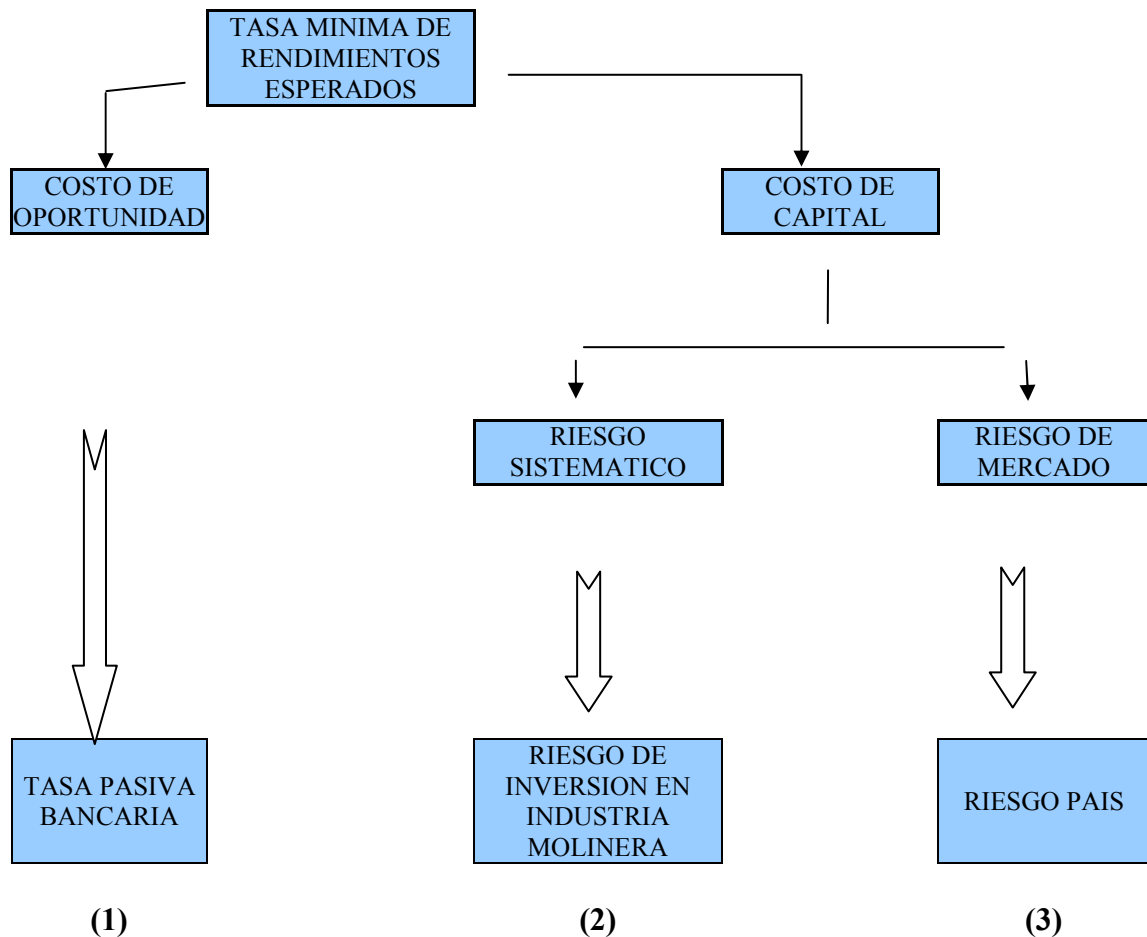
En el ámbito de las valoraciones de empresas y partiendo de la base de que el método más apto para la valoración de La Molinera es el descuento de flujos de caja, entendemos por coste de capital a las expectativas del accionista y del proveedor de financiación ajena de ser compensados por el coste de oportunidad de invertir en los fondos de una sola empresa, en lugar de invertir en otros activos con equivalente riesgo.

Para el cálculo de la tasa de descuento del presente estudio hemos considerado los 3 factores básicos que considera el costo de capital:

**Factor de riesgo sistemático:** también se le conoce como riesgo único o interno, principalmente se refiere al riesgo de la industria o del sector en el que opera la Compañía.

**Factor de riesgo no sistemático o de mercado:** se trata del riesgo de derivado de factores globales que afectan a todos los negocios de un mercado, haciendo que hayan jornadas en la que prácticamente todas las acciones tiendan a moverse en la misma dirección

**Costo de oportunidad del dinero:** es el costo de sacrificio del dinero, dicho es otras palabras es la rentabilidad que se deja de ganar por haber invertido en un determinado negocio.



La ilustración anterior indica los factores teóricos considerados en la determinación de la tasa de descuento ligados con la determinación práctica ejecutada para así obtener la tasa de descuento a aplicarse en la valoración de La Molinera.

**Tasa Pasiva Referencial publicada por el banco Central del Ecuador:** Es el promedio ponderado de la tasa que pagan los Bancos nacionales a sus clientes por

los depósitos realizados entre 30 y 90 días. Para el presente estudio se tomó la tasa al 31 de diciembre del 2004 que es de 3.97%.

**Riesgo de inversión en la Industria Molinera:** Al no tener una fuente nacional que nos proporcione esta información, tomamos como referente a la economía Estadounidense, de donde obtuvimos una tasa de costo de capital en la Industria molinera del 5.03% según la información publicada en *www.bloomberg.com* al 31 de diciembre del 2004

**Riesgo País:** El mismo que se ha considerado en el 7%, de acuerdo al reporte emitido por JP Morgan, el 31 de diciembre del 2004, a través de su índice de medición EMBI.

De tal manera que sumando los tres factores anteriormente explicados llegamos a determinar la tasa de descuento en 16%.

### 3.5. ESTIMACION DE LA PERPETUIDAD DEL NEGOCIO

#### 3.5.1. Supuestos generales para la aplicación del cálculo de perpetuidad del negocio

Los flujos posteriores al periodo 2009 son considerados como una perpetuidad, fundamentados en los siguientes supuestos:

- Los ingresos se mantienen constantes en el tiempo, principalmente por que el 35% de las ventas de La Molinera se realiza a un mercado

cautivo y el % restante, como se ha explicado en el análisis de las proyecciones del mercado de Harina en el Ecuador, se lo comercializa en un mercado en el que la demanda crece a una tasa mayor al de la oferta, adicionalmente como existen barreras de entradas muy fuertes a esta industria, principalmente por el costo de la maquinaria de un molino, no se prevé la aparición de nuevos competidores.

- Debido a que La Molinera no realiza exportaciones se considera que la inflación local afecta en igual proporción tanto a los ingresos como a los gastos de la Compañía
  
- No se considera desembolsos por nuevas inversiones, debido principalmente a que se trata de un molino prácticamente nuevo cuya vida útil es de 20 años y adicionalmente posee una capacidad de producción disponible de un 25%.

### **3.5.2. Cálculo de la perpetuidad del negocio**

En el presente estudio se pretende traer a valor presente los flujos de caja futuros, aplicando una tasa de descuento del 16%, cálculo que se explicó anteriormente, asumimos que los flujos son generados al final de cada período económico. Ahora el presente estudio requiere determinar la perpetuidad del negocio para lo que consideramos que el mismo seguirá generando ingresos en el futuro mas allá de un horizonte de 5 años, es así que tomamos los períodos posteriores al 2009 y calculamos la perpetuidad del negocio

aplicando la siguiente fórmula matemática propuesta por el Modelo de Gordon sobre el crecimiento:

$$VP = \frac{R(1 + g)}{(i\% - g)}$$

Donde:

VP = Valor Presente de la Perpetuidad

R = Flujo de caja anual estándar

g. = Tasa de crecimiento media a futuro.

i% = Tasa de descuento

Aplicando la mencionada formula remplazamos las variables

R = Flujo de caja del año 2009 = USD\$200,814

g. = 2.5%

i% = 16%

Obtuvimos:

$$VP = \frac{205,834}{13\%}$$

$$VP = 1,524,701$$

Este es el valor de la perpetuidad al año 2009, por lo que procedimos a sumar este valor con el del flujo generado en el año 2009 y así proceder a descontar

todos los flujos a valor presente con el criterio anteriormente explicado y así determinar el valor de La Molinera.

### 3.6. DETERMINACION DEL VALOR DE LA MOLINERA

Antes de en iniciar con la aplicación del método de valoración, es conveniente exponer los principales conceptos que influyen en el mismo, los que presentamos a continuación:

#### 3.6.1. Criterios para descontar los flujos de caja: el VAN y la TIR

A la hora de realizar un proyecto de inversión es muy importante considerar la variable tiempo, que añade un grado más de complejidad en el análisis o evaluación global. Un proyecto de inversión implica unas salidas de fondos relativas a las inversiones, y unas entradas de fondos procedentes del rendimiento obtenido por dichas inversiones. Estos flujos, por lo general, se producen en momentos distintos del tiempo, y por lo tanto será necesario un proceso de homogeneización de dichos flujos, llevándolos o actualizándolos todos a un solo valor en un mismo momento de tiempo.

**El VAN (Valor Actual Neto):** La medida que somete a los distintos flujos a un proceso de homogeneización es el VAN o Valor Actual Neto.

Es el valor llevado al momento cero (aunque de la misma forma, la homogeneización de los flujos se puede realizar en cualquier momento de tiempo, sea presente o futuro) de todos los flujos de caja esperados de un

proyecto de inversión. En otras palabras el VAN es igual a la diferencia entre el valor actual de los cobros, menos los pagos generados a lo largo de la vida de un proyecto de inversión.

La fórmula del VAN es la siguiente:

$$VAN = \frac{C_1}{(1+i)} + \frac{C_2}{(1+i)^2} + \dots + \frac{C_n}{(1+i)^n}$$

En donde:

$C_1, C_2, \dots, C_n$  = son los flujos generados (positivos o negativos) durante el proyecto

$i$  = tasa de actualización fijada para el proyecto

$n$  = número de períodos (normalmente años) de duración del proyecto.

El VAN es la fórmula financiera más comúnmente utilizada para actualizar los distintos tipos de flujos de tesorería o cash flows, y en consecuencia para la determinación del valor de un negocio.

La diferencia principal en la aplicación del VAN a los distintos cash flows estriba en la determinación previa de la tasa de actualización o tasa de descuento adecuada para cada caso.

**LA TIR (Tasa interna de retorno):** Es la tasa de actualización o tasa de descuento con la que se igualan los flujos de caja o cash flows positivos y negativos de un proyecto de inversión. Es aquella tasa de descuento que

aplicada a los cash flows de un proyecto de inversión hace que el VAN de dicho proyecto sea cero. Es por tanto una medida de evaluación de un proyecto de inversión en términos relativos, ya que trata de hallar la tasa de rentabilidad o rendimiento.

Su único método de cálculo es por iteración, a partir de la fórmula del VAN, mediante la introducción de sucesivos valores en  $i$ , hasta que uno consiga que el valor actual de cero. La TIR es uno de los métodos más utilizados para juzgar la bondad de una inversión, sin embargo tiene el inconveniente de que pierde el sentido financiero cuando su valor se aleja de los tipos de mercado. Además, en ocasiones, su cálculo puede dar lugar a más de un resultado para un proyecto de inversión idéntico, lo que le resta fiabilidad.

### **3.6.2. Desarrollo de la valoración**

La metodología seleccionada tiene su fundamento en el entendimiento de que el valor económico de La Molinera, depende de su capacidad de generar ganancias después del 15% de participación a los trabajadores en las utilidades, impuesto a la renta y cargos por intereses financieros durante los próximos cinco años.

Tales ganancias deberán materializarse en fondos de libre disponibilidad para los accionistas al final de cada año proyectado una vez deducidos los rubros antes indicados, de ser el caso.

Hay que señalar que en la ejecución de la valoración de la Compañía el principal Input con el que trabajamos fueron las proyecciones financieras y de mercado sobre la evolución de ventas, el comportamiento de sus costos, gastos, capital de trabajo y estructura de inversiones y endeudamiento para el período de cinco años comprendido entre el 1 de enero de 2005 y el 31 de diciembre de 2009.

Además se consideró el desempeño financiero de La Molinera a partir del año 2009 en adelante como una perpetuidad, para lo cual se supone que los flujos de estos periodos serán constantes y no tendrán variación.

#### 3.6.2.1. Actividades realizadas para la ejecución de la valoración de La Molinera

Presentamos a continuación las principales actividades realizadas que nos permiten tener un elemento de juicio apropiado para realizar la valoración:

- Conocimiento histórico de la compañía, a través de entrevistas con los principales Directivos de La Molinera y revisión de documentos legales como lo son los estatutos y la escritura de constitución de la Compañía.
- Entendimiento de la Industria Molinera, principalmente a través de fuentes secundarias de información y también nos

apoyamos en la información obtenida en entrevistas concedidas por la Administración de la compañía

- Análisis cualitativo interno de la compañía, el mismo que se llevo a cabo principalmente con la revisión del plan estratégico de la Empresa y con el análisis FODA realizado por los Directivos de la compañía en el año 2004.
- Análisis de la posición estratégica de la compañía para los que nos basamos en información publicada por la Asociación de Molineros, y en el plan estratégico de la empresa.
- Análisis financiero histórico, en donde principalmente se analizó:
  - ✓ Rentabilidad de los recursos propios
  - ✓ Evolución del beneficio / Capital social
  - ✓ Rentabilidad de las nuevas inversiones incorporadas
  - ✓ Proporción entre capital y reservas
  - ✓ Costo de los recursos permanentes utilizados
  - ✓ Política de endeudamiento
- Evaluación de la coherencia general de las proyecciones financieras esperadas por la compañía, se realizo comprobación de los cálculos matemáticos.

➤ Análisis y validación de los supuestos considerados por la Dirección de la compañía para la determinación de las proyecciones financieras.

➤ Revisión del Estado de Flujo de Fondos Proyectado para los años 2005 a 2009

**Cuadro No. 25**

	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Saldo inicial de caja y bancos</b>	<b>185,538.16</b>	<b>66,528.58</b>	<b>195,885.26</b>	<b>413,185.87</b>	<b>519,629.00</b>
<b>OPERACIONES</b>					
Ventas reales 1er Semestre	9,585,921.84	9,825,569.89	10,071,209.14	10,322,989.36	10,581,064.10
Cobros a clientes	8,849,356.76	9,825,569.89	10,071,209.14	10,322,989.36	10,581,064.10
Costo de Ventas	-5,989,665.68	-6,139,407.32	-6,292,892.50	-6,450,214.82	-6,611,470.19
Gastos de administración	-855,543.18	-855,543.18	-855,543.18	-855,543.18	-855,543.18
Gastos de venta y mercadeo	-1,725,273.68	-1,768,405.52	-1,812,615.66	-1,857,931.05	-1,904,379.33
Gastos pendientes de pago	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Otros ingresos y otros egrtesos (neto)	-528,419.00	-382,857.18	-322,857.18	-262,857.18	-178,857.18
Variación de activos y pasivos corrientes	28,680.51	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>Flujo de caja utilizado en actividades de operación</b>	<b>-220,864.26</b>	<b>679,356.68</b>	<b>787,300.61</b>	<b>896,443.13</b>	<b>1,030,814.22</b>
<b>INVERSION</b>					
Préstamos Compañías relacionadas	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Cuentas por cobrar a L.Plazo (Acciones)	-518,817.16	0.00	0.00	0.00	0.00
Compras de activo fijo	-6,807.14	-10,000.00	-30,000.00	-50,000.00	-90,000.00
Compras de cargos diferidos	-138,477.05	-40,000.00	-40,000.00	-40,000.00	-40,000.00
Otros activos de largo plazo	-662.80	0.00			
<b>Flujo de caja utilizado en actividades de inversión</b>	<b>-664,764.15</b>	<b>-50,000.00</b>	<b>-70,000.00</b>	<b>-90,000.00</b>	<b>-130,000.00</b>
<b>FINANCIAMIENTO</b>					
Nuevos préstamos y renovaciones	2,296,618.83	0.00	0.00	0.00	0.00
Pagos a bancos	-1,530,000.00	-500,000.00	-500,000.00	-700,000.00	-700,000.00
<b>Efectivo neto pedido a bancos</b>	<b>766,618.83</b>	<b>-500,000.00</b>	<b>-500,000.00</b>	<b>-700,000.00</b>	<b>-700,000.00</b>
<b>Flujo neto de caja</b>	<b>-119,009.58</b>	<b>129,356.68</b>	<b>217,300.61</b>	<b>106,443.13</b>	<b>200,814.22</b>
Saldo de caja al final del periodo	<b>66,528.58</b>	<b>195,885.26</b>	<b>413,185.87</b>	<b>519,629.00</b>	<b>720,443.22</b>

Fuente: La Molinera

Elaborado por: Diego Céspedes y Mónica Gutiérrez

- Determinación del Costo de Capital, el mismo que se realizó considerando el riesgo de la industria, el riesgo de mercado y el costo de oportunidad del dinero, todo esto enmarcado en nuestra realidad, considerando las condiciones actuales de la empresa, de la industria, y del país.
  
- Determinación del valor residual del negocio, el mismo que fue ejecutado mediante el cálculo de la perpetuidad del negocio.
  
- Descuento de los flujos de caja proyectados mediante la aplicación de la tasa de descuento previamente determinada

Los valores que se van a descontar son:

**Cuadro No. 26**

	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>
Flujo de caja a descontarse	-119,009.58	129,356.68	217,300.61	1,631,143.69

Fuente: La Molinera

Elaborado por: Diego Céspedes y Mónica Gutiérrez

Es importante mencionar que el valor de la perpetuidad al año 2009 que es de USD \$ 1,524,701 se sumó con el valor del flujo generado en el año 2008 y una vez homogenizados los flujos se procedió a descontarlos aplicando una tasa del 16%, así:

$$VAN = \frac{-119009.58}{(1+0.16)^1} + \frac{129356.68}{(1+0.16)^2} + \frac{217300.61}{(1+0.16)^3} + \frac{1631143.69}{(1+0.16)^4}$$

$$VAN = 1033620$$

- Determinación del valor estimado de la compañía mediante la suma de los flujos de caja descontados y el saldo inicial de caja del año 2004.

Valor a diciembre del 2004 de los flujos de caja descontados	1,033,620
Caja inicial 2004	185,538
Valor económico estimado	1,219,158

Este valor comparado con el valor en libros a diciembre del 2004 (US\$ 1, 184,547) son prácticamente similares, razón por la cual es importante que la empresa revise sus políticas y procedimientos a fin de obtener un mayor valor económico en el futuro.

## **CAPÍTULO IV**

### **CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES**

#### **4.1. CONCLUSIONES**

- Después de analizar todos los métodos de valoración existentes, y luego de confrontarlos con el diagnóstico interno de la compañía, se identificó al Descuento de Flujos de Caja como la metodología más apropiada para la valoración de La Molinera, ya que la valoración de una empresa a través de este método toma en cuenta muchos aspectos que los métodos contables no proveen, tal es el caso de las entradas y salidas de dinero no previstas en el futuro y que pueden influir considerablemente en el desempeño normal del negocio.
  
- Como resultado del análisis interno de La Molinera, se obtuvo un apropiado conocimiento de la compañía, de la Industria Molinera y de la posición estratégica de la empresa, concluyendo así, que la situación financiera de la misma al año 2004 es razonablemente estable y comercialmente ocupa el segundo lugar en el mercado nacional.
  
- La investigación determinó, mediante el método de descuento de flujos de caja, un valor estimado de La Molinera de US\$ 1,219,158 esto comparado con el valor en

libros de la empresa a diciembre del 2004 que es de US\$ 1,184,547, evidencia claramente un goodwill a favor de la compañía.

- El principal supuesto para la proyección de ingresos corresponde a un incremento en ventas anual del 2.5% sobre las ventas totales, que en el año base (2004) fueron de US\$ 9, 352,119; dicho incremento tiene su fundamento en el crecimiento poblacional en el Ecuador.

En cuanto a los egresos de caja influyen dos rubros importantes: el primero es el Costo de Ventas, que se proyecta como un porcentaje constante de 62.48% con respecto a las ventas, y el segundo refiere a los gastos administrativos para lo que se considera un valor fijo de \$855,543 cada año.

- Parte esencial de la valoración mediante el método de descuentos de flujos de caja, corresponde a la determinación del costo de capital de la compañía que se determinó en 16%, la misma que incluye la suma de:

- ✓ Factor de riesgo sistemático.- que corresponde al riesgo de inversión en La Industria Molinera, que al 31 de diciembre del 2004 se ubicó en 5.03%
- ✓ Factor de riesgo no sistemático o de mercado.- corresponde al riesgo general de mercado, que esta cuantificado por el índice de riesgo país que a diciembre del 2004 fue de 7 puntos
- ✓ Costo de oportunidad del dinero.- el costo del sacrificio del dinero, representado por la tasa pasiva bancaria que al 2004 cerró en 3.97%

- Todos los flujos posteriores al periodo 2009 son considerados como una perpetuidad, fundamentados en los supuestos de que la empresa seguirá generando ingresos constantes. Es así que tomamos los periodos posteriores al 2009 y calculamos la perpetuidad del negocio aplicando la fórmula matemática propuesta por el Modelo de Gordon, y así determinamos el valor de US\$ 1,524,701.

#### 4.2. RECOMENDACIONES

- Para incrementar el valor de la empresa, se recomienda que la empresa revise sus políticas de ventas, ya que este valor, históricamente muestra un crecimiento poco sostenido. Es importante que realice una campaña de publicidad más agresiva con el objeto de dar a conocer sus productos y marcas. Así también, es necesario que la compañía procure establecer estrategias de retención de sus clientes actuales, de esta manera evitará que las ventas sufran las variaciones que se han dado en los últimos años.
- En el desarrollo de la tesis encontramos que existen mercados alternativos dentro de la industria molinera que no han sido explotados, como es el caso puntual del afrecho. Este producto tiene una sobredemanda principalmente del sector ganadero del país. El incursionar en la comercialización de este producto tendría principalmente 2 beneficios:
  - ✓ El costo de producción del afrecho es menor al de la harina.
  - ✓ El margen de contribución de este producto es mayor, lo que generaría un beneficio directo en los flujos de caja, y en el valor de la Compañía.

- Las estadísticas indican que la mayor parte de la participación del mercado nacional, nunca ha probado los productos ofrecidos por La Molinera ya que ésta únicamente tiene canales de distribución en Quito, Guayaquil y Manta. Por lo que se recomienda que se amplíe la cadena de distribución hacia otras ciudades del país, de manera que se pueda llegar a nuevos clientes y ampliar la participación actual de mercado.
  
- Un rubro que también ha sufrido variaciones significativas es el Costo de Ventas. Los balances históricos muestran que el crecimiento que ha tendido esta cuenta de año a año, es mayor que el crecimiento de las Ventas en términos porcentuales. La Molinera debe hacer un análisis de las variables que provocan dicho fenómeno y establecer acciones y controles para que el Costo de Ventas disminuya o en su defecto se mantenga.

## BIBLIOGRAFÍA

1. AYALA, RENATO (2000). *Desarrollo de una metodología de valoración de empresas y aplicación a un caso*. Ecuador.
2. BREALEY, R. (1998). *Principios de Finanzas Corporativas*. España: Editorial McGraw-Hill.
3. CARDONA, O. (2002). [<http://www.snet.gov.sv/Documentos/conceptos.htm>]. **Programa de Naciones Unidas para el Desarrollo**
4. CHARLES H., GARETH J. (1998). *Administración Estratégica*. Colombia: Editorial McGraw-Hill. 3ra Edición.
5. CORRAL, EDISON (1998). *Valoración de empresas, métodos financieros y precio de mercado*. Ecuador.
6. FAUS J. (1997). *Finanzas Estructurales y Estrategias Financieras*. España: Editorial Folio S.A.
7. FERNANDEZ, P. (1999). [<http://web.iese.edu/PabloFernandez/docs/FN-0462.pdf>]. **Valoración de Empresas**.
8. GITMAN, L. J. (1993). *Administración financiera básica*. México: Editorial Prentice Hall.
9. HILL, C., JONES G. (1997). *Administración Estratégica*. Bogotá: Editorial McGraw-Hill.
10. IESE. (1997). *Valoración de Empresas: un enfoque pragmático*. España: Editorial Folio S.A.
11. KOONTZ, H., WEIHRICH, H. (1991). *Elementos de administración*. México: Editorial McGraw-Hill.
12. KOTLER, P. (2001). *Dirección de Mercadotecnia*. México: Prentice Hall. 10ma. Edición.
13. PRICEWATERHOUSECOOPERS. (1999). *Guía de Valoración de Empresas*. España: Editorial PricewaterhouseCoopers.
14. ROJO, A. (2000) [<http://ciberconta.unizar.es/LECCION/valoremp/INICIO.HTML>]. **La Valoración de Empresas**.

15. ROSS, S. (2001). *Fundamentos de Finanzas Corporativas*. México: Editorial McGrau-Hill.
16. SANTANDREU, E. (1998). *Valoración, venta y adquisición de empresas*. España: Editorial Gestión 2000.
17. SABOS, (2002). [[http://www.stockssite.com/mc/05\\_Analisis\\_fundamental.htm](http://www.stockssite.com/mc/05_Analisis_fundamental.htm)].  
**Análisis fundamental: valoración de acciones.**

# **ANEXOS**

**LA MOLINERA**  
**ESTADO DE RESULTADOS**  
**Al 31 de Diciembre 2000 y 2001**  
(Expresado en dólares estadounidenses)

		<b>2000</b>	<b>2001</b>
Ventas Netas		8456176,6	8821577,2
Costo de Ventas		-5033333	-5788332
Utilidad Bruta		3422844,1	3033244,8
Gastos Operativos			
	De ventas	-1539810	-1710960
	De administración	-718943,9	-790838,2
	Gastos financieros	-643515	-331440
Utilidad (pérdida) en operación		520575,43	200006,9
Resultado por exposición a la inflación		387050	0
Utilidad (pérdida) antes de la participación de los trabajadores en las utilidades e impuesto a la renta		907625,43	200006,9
Participación de los trabajadores en las utilidades e impuesto a la renta		-136143,8	-30001,04
Impuesto a la Renta		-192870,4	-42501,47
Utilidad (pérdida) del año		578611,21	127504,4

**LA MOLINERA**  
**ESTADO DE RESULTADOS**  
**Al 31 de Diciembre 2002 y 2003**  
(Expresado en dólares estadounidenses)

		<b>2002</b>	<b>2003</b>
Ventas Netas		8695502,4	9217232,5
Costo de Ventas		-5335332	-5737999
Utilidad Bruta		3360169,9	3479233,5
Gastos Operativos			
	De ventas	-1693791	-1724587
	De administración	-783648,8	-812406,6
	Gastos financieros	-332168,2	-378141
Utilidad (pérdida) en operación		550562,16	564098,94
Resultado por exposición a la inflación		0	0
Utilidad (pérdida) antes de la participación de los trabajadores en las utilidades e impuesto a la renta		550562,16	564098,94
Participación de los trabajadores en las utilidades e impuesto a la renta		-82584,32	-84614,84
Impuesto a la Renta		-116994,5	-119871
Utilidad (pérdida) del año		350983,38	359613,08

**LA MOLINERA**  
**ESTADO DE RESULTADOS**  
**Al 31 de Diciembre 2004**  
(Expresado en dólares estadounidenses)

		<b>2004</b>
Ventas Netas		9352118,9
Costo de Ventas		-5845074
Utilidad Bruta		3507044,6
Gastos Operativos		
	De ventas	-1683381
	De administración	-855543
	Gastos financieros	-365136
Utilidad (pérdida) en operación		602984,18
Resultado por exposición a la inflación		0
Utilidad (pérdida) antes de la participación de los trabajadores en las utilidades e impuesto a la renta		602984,18
Participación de los trabajadores en las utilidades e impuesto a la renta		-90447,63
Impuesto a la Renta		-128134,1
Utilidad (pérdida) del año		384402,41

**LA MOLINERA**  
**BALANCE GENERAL**  
**Del 1 de Enero al 31 de Diciembre 2000 y 2001**  
(Expresado en dólares estadounidenses)

		<b>2000</b>	<b>2001</b>
<b>Activo</b>			
<i>Activo Corriente</i>			
Caja y bancos		6542,057537	59004,33526
Inversiones temporales		657258,7138	40502,9759
Documentos y Cuentas por Cobrar			
	Clientes	753208,891	909066,7924
	Compañías relacionadas	34890,97353	793058,2688
	Empleados	2616,823015	1000,073479
	Otras cuentas por cobrar	14828,66375	2000,146958
Provisión para cuentas incobrables		-7414,331875	-9500,69805
Inventarios		973458,1614	1218089,497
Gastos pagados por anticipado		123426,8189	113508,3399
<b>Total Activo Corriente</b>		<b>2558816,771</b>	<b>3126729,732</b>
Cuentas por cobrar L/P		0	0
Propiedades, planta y equipo		620187,0545	675549,6351
Activos en Fideicomiso		1157508,047	1146584,244
Otros Activos		24859,81864	51503,78417
<b>Total Activos</b>		<b>4361371,691</b>	<b>5000367,395</b>

## ANEXO 4

<b>Pasivo y Patrimonio</b>			
<b><i>Pasivo Corriente</i></b>			
Obligaciones bancarias y financieras		1372953,727	1284878,413
Porción corriente de la deuda a L/P		149039,1449	140793,6526
Intereses por pagar		22206,40554	24749,17339
Proveedores		225907,4718	1190394,997
Acreedores y otros		203274,02	347500,4434
Documentos por pagar		460355,8688	518875,5327
Impuestos por pagar		21352,31302	5896,26705
Pasivos acumulados		100355,8712	19994,0783
Total Pasivo Corriente		2555444,823	3533082,557
Pasivo a L/P			
Obligaciones bancarias y financieras		545338,07	366638,8172
Documentos por pagar		206263,3438	109399,8667
<b>Total Pasivo</b>		<b>3307046,237</b>	<b>4009121,241</b>
Patrimonio		1054325,455	991246,1538
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>		<b>4361371,691</b>	<b>5000367,395</b>

**LA MOLINERA**  
**BALANCE GENERAL**  
**Del 1 de Enero al 31 de Diciembre 2002 y 2003**  
 (Expresado en dólares estadounidenses)

		<b>2002</b>	<b>2003</b>
<b>Activo</b>			
<i>Activo Corriente</i>			
Caja y bancos		58514,16065	102756,86
Inversiones temporales		102624,8356	154135,29
Documentos y Cuentas por Cobrar			
	Clientes	1446650,095	1654739,8
	Compañías relacionadas	105325,4892	732585,56
	Empleados	900,2178562	2657,5051
	Otras cuentas por cobrar	9902,396418	76181,812
Provisión para cuentas incobrables		-24305,88212	-34547,57
Inventarios		3874537,653	2342147,8
Gastos pagados por anticipado		120629,1927	128446,08
<b>Total Activo Corriente</b>		<b>5694778,158</b>	<b>5159103,2</b>
Cuentas por cobrar L/P		1088363,388	1771670
Propiedades, planta y equipo		786790,4063	722841,38
Activos en Fideicomiso		1350326,784	1082490,4
Otros Activos		81919,82491	122245,23
<b>Total Activos</b>		<b>9002178,562</b>	<b>8858350,2</b>

## ANEXO 5

<b>Pasivo y Patrimonio</b>			
<i><b>Pasivo Corriente</b></i>			
Obligaciones bancarias y financieras		2358178,375	3794067,8
Porción corriente de la deuda a L/P		218297,6839	525206,68
Intereses por pagar		236845,8495	283614,69
Proveedores		3654192,83	1332522,2
Acreedores y otros		524187,4351	555050,86
Documentos por pagar		7331,22454	303565,09
Impuestos por pagar		6386,090575	182445,27
Pasivos acumulados		293682,7388	274110,52
<b>Total Pasivo Corriente</b>		<b>7299102,227</b>	<b>7250583,1</b>
Pasivo a L/P			
Obligaciones bancarias y financieras		447485,022	448009,16
Documentos por pagar		161479,992	0
<b>Total Pasivo</b>		<b>7908067,241</b>	<b>7698592,2</b>
Patrimonio		1094111,321	1159758
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>		<b>9002178,562</b>	<b>8858350,2</b>

**LA MOLINERA**  
**BALANCE GENERAL**  
**Del 1 de Enero al 31 de Diciembre 2004**  
(Expresado en dólares estadounidenses)

		<b>2004</b>
<b>Activo</b>		
<i>Activo Corriente</i>		
Caja y bancos		104953,25
Inversiones temporales		157429,87
Documentos y Cuentas por Cobrar		
	Clientes	1690109,2
	Compañías relacionadas	748244,27
	Empleados	2714,3081
	Otras cuentas por cobrar	77810,166
Provisión para cuentas incobrables		-35286,01
Inventarios		2392210,2
Gastos pagados por anticipado		131191,56
<b>Total Activo Corriente</b>		<b>5269376,8</b>
Cuentas por cobrar L/P		1809538,7
Propiedades, planta y equipo		738291,81
Activos en Fideicomiso		1105628,2
Otros Activos		124858,17
<b>Total Activos</b>		<b>9047693,7</b>

## ANEXO 6

<b>Pasivo y Patrimonio</b>		
<i>Pasivo Corriente</i>		
Obligaciones bancarias y financieras		3875164,4
Porción corriente de la deuda a L/P		536432,75
Intereses por pagar		289676,83
Proveedores		1361004,3
Acreedores y otros		566914,84
Documentos por pagar		310053,66
Impuestos por pagar		186344,97
Pasivos acumulados		279969,52
Total Pasivo Corriente		7405561,2
Pasivo a L/P		
Obligaciones bancarias y financieras		457585,17
Documentos por pagar		0
<b>Total Pasivo</b>		<b>7863146,4</b>
Patrimonio		1184547,3
<b>Total Pasivo y Patrimonio</b>		<b>9047693,7</b>