



ESCUELA DE NEGOCIOS

VALORACIÓN DE UNA PYME IMPORTADORA DE PARTES Y PIEZAS AUTOMOTRICES A TRAVÉS DE LOS MÉTODOS DE FLUJO DE CAJA PROYECTADO; FLUJO DE CAJA LIBRE PARA LOS ACCIONISTAS; Y, ANÁLISIS DE VALOR ECONÓMICO AGREGADO.

Autor

Luis Fernando Astudillo Len

Año
2019



ESCUELA DE NEGOCIOS

VALORACIÓN DE UNA PYME IMPORTADORA DE PARTES Y PIEZAS
AUTOMOTRICES A TRAVÉS DE LOS MÉTODOS DE FLUJO DE CAJA
PROYECTADO; FLUJO DE CAJA LIBRE PARA LOS ACCIONISTAS; Y,
ANÁLISIS DE VALOR ECONÓMICO AGREGADO.

“Trabajo de Titulación presentado en conformidad con los requisitos establecidos
para optar por el título de Magister en Finanzas Mención en Mercado de Valores y
Banca”

Profesor guía:

Ramiro Gonzalo Rodríguez González

Autor:

Luis Fernando Astudillo Len

Año:

2019

DECLARACIÓN DEL DOCENTE GUÍA

“Declaro haber dirigido el trabajo, Valoración de una PYME importadora de partes y piezas automotrices a través de los métodos de Flujo de caja Proyectado; Flujo de Caja libre para los Accionistas; y, análisis de Valor Económico Agregado, a través de reuniones periódicas con el estudiante Luis Fernando Astudillo Len, en el semestre 201900, orientando sus conocimientos y competencias para un eficiente desarrollo del tema escogido y dando cumplimiento a todas las disposiciones vigentes que regulan los Trabajos de Titulación.”

Ramiro Gonzalo Rodríguez González

Magister en Administración de Empresas, MBA

C.C. 1704439148

DECLARACIÓN DEL DOCENTE CORRECTOR

“Declaro haber revisado este trabajo, Valoración de una PYME importadora de partes y piezas automotrices a través de los métodos de Flujo de caja Proyectado; Flujo de Caja libre para los Accionistas; y, análisis de Valor Económico Agregado, del estudiante Luis Fernando Astudillo Len, en el semestre 201900, dando cumplimiento a todas las disposiciones vigentes que regulan los Trabajos de Titulación.”

Francisco Xavier Vizcaíno Zurita

Magister en Administración de Empresas Mención Finanzas

C.C. 1708974595

DECLARACIÓN DE AUTORÍA DEL ESTUDIANTE

“Declaro que este trabajo es original, de mi autoría, que se han citado las fuentes correspondientes y que en su ejecución se respetaron las disposiciones legales que protegen los derechos de autor vigentes.”

Luis Fernando Astudillo Len

C.C. 1723003362

AGRADECIMIENTOS

A Dios, por brindarme vida y salud para seguir adelante.

A mi hermosa familia Luis, Kathy, Daniel y Angie.

A mi novia Estefani.

Gracias a todos, los amo con el corazón y que Dios los bendiga.

DEDICATORIA

Este trabajo está dedicado a mi hermosa familia, con su apoyo soy capaz de lograr grandes cosas.

A mi novia Estefani, la persona que siempre ha estado conmigo con sus palabras de aliento. Gracias Princesa.

RESUMEN

En términos generales, al momento que tratar el tema de Valoración de empresas se genera en la mente la idea de que se desea obtener su valor real de mercado con el fin de negociar una posterior compra o venta, pero esto es solo una pequeña parte de todo lo que esta herramienta logra generar. Analizar áreas que la empresa necesite desarrollar, mejorar controles internos para incrementar sus indicadores, establecer propuestas estratégicas en base a su análisis con el fin de repotenciar sus fortalezas son factores que se logran en base al resultado obtenido por la Valoración.

Para este trabajo se toma como modelo a una PYME comercializadora de partes y piezas automotrices, la cual lleva casi treinta años en el mercado. Ésta inició sus actividades en la ciudad de Guayaquil para cinco años después llegar a la ciudad de Quito. Es una empresa con estructura familiar, la cual lleva manejos de información contable y financiera básicos por tal motivo, y como es de conocimiento para lograr una valoración que refleje su realidad se enfocó en localizar principalmente los componentes que disminuyen valor a la empresa, en este caso se habla de un alto endeudamiento para la adquisición de un bien inmueble, pero se logra observar un valor considerable por tener exclusividad en venta de piezas para vehículos clásicos.

Como punto final, al momento de correr la valoración se toma como dato primordial el cálculo de la tasa de crecimiento (G), tomado como recomendación de una fórmula para ser empleado en PYMES, ésta toma en cuenta las variaciones de crecimiento de indicadores macroeconómicos lo cual permite *tropicalizar* nuestro trabajo transformándolo a la realidad del país. Después de esto se procede a recomendar una propuesta estratégica para lograr incrementar el valor que arrojó el uso de esta herramienta en esta empresa.

ABSTRACT

In general terms, when dealing with the issue of Company Valuation, the idea that you want to obtain your real market value is generated in order to negotiate a subsequent purchase or sale, but this is only a small part of everything that this tool manages to generate. Analyze areas that the company needs to develop, improve internal controls to increase its indicators, establish strategic proposals based on its analysis in order to strengthen its strengths are factors that are achieved based on the result obtained by the Valuation.

For this work, an SME marketer of automotive parts and parts is taken as a model, which has been in the market for almost thirty years. It began its activities in the city of Guayaquil for five years after arriving in the city of Quito. It is a company with a family structure, which carries basic accounting and financial information management for this reason, and as is known to achieve an assessment that reflects its reality, it focused mainly on locating the components that decrease value to the company, in this In this case, there is talk of a high indebtedness for the acquisition of real estate, but it is possible to observe a considerable value for having exclusivity in the sale of parts for classic vehicles.

As a final point, at the moment of running the valuation, the calculation of the growth rate (G), taken as a recommendation of a formula to be used in SMEs, is taken as primary data, it takes into account the variations of growth of macroeconomic indicators. which allows us to tropicalize our work transforming it to the reality of the country. After this we proceed to recommend a strategic proposal to increase the value of the use of this tool in this company.

ÍNDICE

1. INTRODUCCIÓN.....	1
1.1. Diagnóstico de la situación actual para definir el problema.....	1
1.2. Objetivos.....	4
1.2.1. Objetivo general	4
1.2.2. Objetivos específicos.....	4
1.3. Justificación	4
1.4. Alcance	5
2. MARCO TEÓRICO Y MARCO METODOLÓGICO.....	7
2.1. Proyectos similares que se hayan diseñado, analizado y/o puesto en práctica previamente.....	7
2.2. Hallazgos de la revisión de la literatura académica.....	11
2.2.1. Métodos de valoración	12
2.2.1.1. Métodos estáticos.....	13
a) Valor contable	13
b) Valor contable ajustado	13
c) Valor sustancial	14
d) Valor de liquidación	14
2.2.1.2. Métodos dinámicos.....	15
a) Flujos de caja descontados	15
b) Flujos de caja descontados disponibles para los accionistas.....	16
c) Valor Presente Ajustado.....	16

2.2.1.3.	Métodos Mixtos	17
a)	Opciones reales Black and Scholes	17
2.2.1.4.	Valoración por el Método EVA	18
2.3.	Tipos de investigación	20
2.4.	Diseño de investigación	21
2.4.1.	Población y muestra	21
2.4.2.	Técnicas e instrumentos de recolección de datos	21
2.4.3.	Hipótesis y variables.....	21
3.	APLICACIÓN PRÁCTICA Y RESULTADOS	22
3.1.	Resultados del estudio	22
3.2.	Discusión de resultados	40
3.3.	Propuesta estratégica.....	41
3.4.	Plan de acción	42
4.	CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	44
4.1.	Principales Conclusiones	44
4.2.	Recomendaciones.....	45
	REFERENCIAS	47
	ANEXOS	48

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Diagnóstico de la situación actual para definir el problema

La empresa analizada es considerada como uno de los lugares referentes, donde se logra encontrar piezas automotrices de autos clásicos y modernos de la marca Volkswagen, siendo los modelos clásicos su *core business*. Esto se lo afirma, por las opiniones recogidas por parte de su clientela en todo el tiempo que ha mantenido sus operaciones, las cuales se han desarrollado por casi 30 años en el mercado de la ciudad Guayaquil, lugar donde se encuentra la sede matriz y en Quito, donde se encuentra una de las sucursales. Con un manejo de inventario enfocado en satisfacer las necesidades de las personas que poseen autos clásicos y con la seriedad que garantiza que sus productos son de las mejores marcas, esta empresa ha logrado posicionarse en el mercado de una manera considerable.

Pero, una de las partes negativas, empieza desde que el dueño absorbe todo el riesgo, ya que no se encuentra apalancado¹ sus operaciones; y, a esto se añade, que su manejo poco adecuado de información contable y financiera, reflejan debilidades, las cuales no permiten detectar de manera general los flancos débiles internos de la empresa.

Algo que aqueja de manera general a este tipo de empresas, es el gran esfuerzo que generan para demostrar ante Instituciones Financieras (IFIS) o Mercado de Capitales, que son empresas capaces de hacer frente a sus deudas. Simplemente por la falta de manejo de información. Esto, se trae a colación, porque la empresa adquirió un bien inmueble recientemente y para lograr alcanzar el préstamo bancario fue muy laborioso el preparar toda la información para su presentación y posterior aprobación por parte de la institución.

Una de las herramientas que se emplea en este estudio, como lo es la valoración de empresas, se emplea principalmente, para obtener el valor real de mercado de una empresa para su posterior venta. Pero, lo que no se tiene en cuenta es que

¹ Término empleado para referirse a que se trabaja con dinero ajeno o de endeudamiento.

puede llegar a ser una herramienta de evaluación de las actividades que se realizan, llegando incluso a determinar si estas crean o no valor; y, si estos van de la mano con los recursos que la empresa genera para que sus actividades garanticen la sostenibilidad del negocio.

Según lo establece (López, Lubian & De Luna, 2001 citado por Salazar Ramos & Redrobán Andrade, 2016, p.2) que para la toma de decisiones que se lleva a cabo en la empresa tanto de financiamiento, inversión y retribución de dividendos, estas se basa en el análisis del valor de la empresa. Además, se afirma que si la valoración se establece en los supuestos razonables e información bien fundamentada está garantizado el resultado que su análisis arroje tomando las decisiones que agreguen valor y descartando las que no lo hacen.

Otro punto de vista objetivo lo expresa (Aznar, Cayo, & Cevallos, 2016, pp.29-30) que detallan todos los posibles casos en que se puede considerar una valoración de la empresa, en la cual no solo se piensa en su venta, sino se da un enfoque de control interno y hasta de evaluación de cómo se encuentran las actividades de la empresa; estos son:

- “En operaciones de compra venta de empresas
- En fusiones de sociedades
- En ocasión de escindirse una empresa en varias
- En salidas a bolsa
- Valoraciones de empresas que cotizan en bolsa
- En liquidación de una empresa
- En inversiones en empresas cotizadas en bolsa (valores a comprar o vender, estructura de inversiones etc.)
- En Planificación estratégica (sectores a impulsar, medidas de la eficacia de las políticas etc.)
- En herencias y transmisiones patrimoniales en general
- Como base para la negociación con terceros (bancos, compañías de seguros, Administración etc.)

- Con la finalidad de impuestos
- Identificación de los Activos intangibles y su valor
- (...)
- Evaluación de la rentabilidad de la empresa
- Identificación de fuentes de valor y apalancamiento, etc.”

Tabla 1.

Análisis F.O.D.A. Empresa analizada

Fortalezas	<ul style="list-style-type: none"> • Empresa que ha tenido presencia en el mercado por más de 20 años. • Amplia oferta de piezas y partes mecánicas. • Local propio. • Alta liquidez.
Oportunidades	<ul style="list-style-type: none"> • Ubicación de local comercial en sector de alta afluencia de clientes. • Baja presencia de competencia en piezas de vehículos clásicos. • Mercado mal atendido.
Debilidades	<ul style="list-style-type: none"> • Básico manejo de registros contables. • Bajo apalancamiento para desarrollo de actividades. • Funciones no definidas en la empresa. • Falta de capacitación hacia los empleados.
Amenazas	<ul style="list-style-type: none"> • Contrabando de piezas. • Aranceles e impuestos a las importaciones por parte del Gobierno ecuatoriano. • Guerra comercial entre Estados Unidos y China. • Nuevas marcas de vehículos europeos y chinos ingresan al mercado ecuatoriano.

1.2. Objetivos

1.2.1. Objetivo general

Presentar el valor de mercado que posee una PYME que importa partes y piezas automotrices, mediante los métodos de Flujo de Caja Proyectados; Flujo de Caja Libre para los Accionistas; y, análisis de Valor Económico Agregado (EVA). Posterior a este análisis, presentar una propuesta estratégica que permita incrementar el mismo.

1.2.2. Objetivos específicos

- Determinar y dar a conocer los factores económicos, financieros y administrativos que inciden con mayor determinación en la valoración de la empresa tratada.
- Realizar un análisis económico-financiero de la empresa.
- Establecer un modelo de valoración adecuado a la estructura que maneja la PYME, enfocándose en sus necesidades y los recursos que manejan.

1.3. Justificación

La PYME en contexto es una empresa familiar, dedicada a la comercialización de partes y piezas automotrices de modelos clásicos y modelos de la marca Volkswagen a clientes finales. Una de las características importantes en ésta, es que sus piezas para modelos clásicos son requeridas considerablemente ya que son uno de los pocos importadores en este mercado que las provee.

Se encuentra ubicada en la ciudad de Quito. Inició sus actividades como una sucursal hasta que en el año 2015 fue negociada y vendida a su administrador encargado. Recientemente, en el año 2018, adquirieron un bien inmueble motivo por el cual se recurrió a la banca privada, y para esto se presentó la necesidad de demostrar que la empresa es un agente viable de crédito, pero como casi todo mal que aqueja a las pequeñas empresas con esta estructura, no se dispone de una base contable sólida.

El siguiente estudio se lo realiza con la finalidad de brindar al dueño propietario del negocio, una visión detallada del estado actual del manejo y control de las actividades que se realizan en su empresa mediante el análisis del valor que arroje el ejercicio para observar las variaciones que produce el manejo de endeudamiento por la adquisición de un bien inmueble para el desarrollo de sus operaciones, logrando crear un sistema de asesoría encaminada a la mejora de su eficiencia operacional, manejo económico, rentabilidad y niveles de endeudamiento.

Se aplicaron métodos de valoración ajustados a la realidad del país, enfocados en tener una visión global de cómo se encuentra la organización, de la industria en la que se encuentra además de los principales indicadores y factores que podrían desestabilizar el normal desempeño de sus acciones. Con esto se garantiza un resultado que demuestre el esquema actual y futuro de cómo se encontrará la empresa. Para lo antes dicho, (Viñolas & Adserá citado por Salazar & Redrobán, 2016, p. 3) establece de manera simple y objetiva que “la valoración se utiliza para anticipar amenazas y oportunidades evaluando puntos fuertes como débiles, (...)”

El análisis que se efectúa mediante esta herramienta sirve para la toma de decisiones por el motivo que se ajusta a la realidad del sector en que se desempeña la empresa, marcando una tendencia de las posibles situaciones a las cuales se puede enfrentar, adaptándose a posibles cambios, desprendiéndose de la competencia, alcanzando altos niveles de efectividad en comparación con las empresas que no poseen controles en un área tan delicada como lo es la financiera.

1.4. Alcance

El presente estudio se enfocará en analizar y procesar la información contable financiera que ha emitido la empresa desde el año 2015 hasta el mes de junio del 2019, fecha en la cual se dio inicio a este trabajo, procediendo a proyectar sus valores para el final del ejercicio contable y los posteriores cinco años, periodo en el que la empresa logra cancelar un 95% de la deuda adquirida.

La información declarada en el Servicio de Rentas Internas (SRI), es tomado como punto de partida, porque corresponde a su actividad principal además de detallar sus principales gastos operacionales. Esto con el fin de poder proyectar los flujos que generan.

Se aplicarán los modelos de valoración por flujos descontados, flujos descontados para los accionistas y el análisis de Valor Económico Agregado (EVA por sus siglas en inglés).

2. MARCO TEÓRICO Y MARCO METODOLÓGICO

2.1. Proyectos similares que se hayan diseñado, analizado y/o puesto en práctica previamente

Las investigaciones que son referencias de este estudio, muestran su enfoque en trabajar con información que se logre tratar y ajustar a la realidad del país. A esto se lo denomina *tropicalización*. Una vez que ésta se encuentre *tropicalizada* se procede a realizar todo el análisis pertinente, importante para la toma de decisiones.

Para nuestro país, el tomar en cuenta indicadores como el Riesgo País, la inflación, el precio internacional del petróleo o el desempleo son factores delicados, los cuales se debe tratar con la seriedad correspondiente, porque al no hacerlo, se corre el riesgo de realizar un análisis dependiendo de la suerte y de cómo se vaya desarrollando el mercado.

Como es de conocimiento general, en nuestro país el mercado de valores se considera poco desarrollado, en comparación con los mercados de valores de nuestros países vecinos, Colombia y Perú por ejemplo. Se toma como referencia lo expuesto por el Gerente General de la Bolsa de Valores Quito, Paul Mcevoy (2018) en la cual expresa:

“Hay una relación directa entre la profundidad (...) de un Mercado de Valores y el crecimiento económico y social de un país. (...) el indicador más evidente es la relación entre el volumen negociado y el Producto Interno Bruto del país. El año pasado en Ecuador a través de bolsa se negociaron un poco más de ocho mil millones de dólares (...) que es el 8% del PIB ecuatoriano. Pero si vamos a Colombia, nuestro país vecino, el año pasado negociaron, no el 8% sino el 206% de su PIB (...); entonces la Bolsa de Bogotá está negociando en 15 días lo que nosotros negociamos en un año.” (s/p)

Esto se trae a colación porque se complica el hecho de realizar una valoración de empresas de la manera tradicional, en la cual se toma en cuenta la Capitalización

Bursátil y el Patrimonio de la empresa, pero al no disponer de información abierta por parte de las Bolsas de Valores² del País o simplemente de empresas que coticen en bolsa, dejando de lado la información referente del EcuIndex³, es muy complicado llegar a obtener un resultado óptimo.

Ahora, la mayoría de estos estudios tomados en cuenta para este trabajo manifiestan que, en el caso de no disponer de este tipo de información, lo recomendable es que se proceda a manejar el modelo de flujos descontados, por el hecho de que con la información económico-financiera de la empresa se logra observar el desenvolvimiento que ésta ha tenido. Tanto los ingresos como los gastos se los proyectan de acuerdo con las estimaciones históricas que la empresa posea, además de los objetivos que se desea alcanzar; y, para las cuentas del balance general, se procede a trabajar con indicadores macroeconómicos, brindando así una proyección ajustada a la realidad, por las que se estima el país llegue a pasar en los siguientes años.

Muchas veces se puede llegar a generar la confusión de que el valor de una empresa se lo genera en base a los activos que posee. Pero se basa en esa característica las empresas que prestan servicios de asesoría tendrían una valoración totalmente mínima, y de acuerdo con los autores mencionados en este trabajo, son varios los factores que al momento de valorar una empresa son tomados en cuenta esto con el fin de llegar a brindar un valor muy apegado a la realidad.

Para el caso de la PYME en la que se enfocando este trabajo, son entes muy capaces de generar flujos de recursos en cantidades sorprendentes por tal motivo el modelo de valoración que se debe elegir es de vital importancia.

² En Ecuador existen dos bolsas de valores, la Bolsa de Valores de Quito y la Bolsa de Valores de Guayaquil.

³ Índice de los precios y cotizaciones de las empresas ecuatorianas. Está conformado por los diez emisores más representativos del país.

Cuando se hace referencia a las MIPYMES, se debe tener en cuenta que abarcan a las Micro, Pequeñas y Medianas Empresas por su tamaño en el mercado, sus niveles de ventas, personal que manejan, entre otros, y de las cuales se deben definir los aspectos principales que realizan de acuerdo al cumplimiento de su objeto social, actividades realizadas en el territorio ecuatoriano, las cuales generan réditos, poseen personal y se encuentran registradas legalmente ante los entes de control del país. Pero para una mejor comprensión de este concepto la (Comunidad Andina de Naciones citado por Cámara de Comercio Quito, 2017) establece lo siguiente:

“El Programa Estadístico Comunitario de la CAN, Comunidad Andina de Naciones, adoptado mediante Decisión 488, define los preceptos básicos para elaborar las estadísticas comunitarias de las PYMES.

Este sistema estadístico regional establece que las PYMES comprenden a todas las empresas formales legalmente constituidas y/o registradas ante las autoridades competentes, que lleven registros contables y/o aporten a la seguridad social, comprendidas dentro de los umbrales establecidos en el artículo 3 de la Decisión 702.” (s/p)

De igual manera se presentan las siguientes consideraciones:

Tabla 2.

Clasificación nacional

VARIABLES	Micro Empresa	Pequeña Empresa	Mediana Empresa	Grandes Empresas
Personal Ocupado	De 1 – 9	De 10 – 49	De 50 – 199	≥ 200
Valor bruto de ventas anuales	≤ 100.000	100.001 – 1.000.000	1.000.001 – 5.000.000	>5.000.000
Monto de activos	Hasta US\$ 100.000	De US\$ 100.001 hasta US\$ 750.000	De US\$ 750.001 hasta US\$ 3.999.999	≥4.000.000

Adaptada de (Cámara de Comercio Quito, 2017, s/p)

Haciendo referencia a lo anterior, la empresa materia de esta investigación se encuentra clasificada como Pequeña Empresa porque genera ventas brutas anuales mayores a los \$100.000,00 y posee activos por más de \$500.000,00. Ahora, una vez que se dispone de la información para trabajar, se procede con la valoración. De igual manera se debe tener presente la *tropicalización* referida anteriormente, para esto (García, Jiménez, Pérez, & de Sevilla, 2006) recomiendan tener en cuenta información destacada como:

- “análisis macroeconómico
- entorno sectorial
- estudio en profundidad de la empresa objetivo de valoración” (p. 325)

2.2. Hallazgos de la revisión de la literatura académica

La valoración de una empresa permite determinar el precio de venta de la misma de cara a una posible adquisición. Esto, a más de ser muy cierto, ya es una definición que queda muy corta con los resultados que se pueden obtener. Pero bueno, uno de los objetivos primordiales es conseguir un precio, sea para el comprador un valor máximo a percibir o para el vendedor un valor mínimo por el cual se deba aceptar la negociación.

Para esto, en la siguiente imagen se describe de una manera muy sutil y entendible en base al precio que debería ser la toma de decisiones por el siguiente gráfico:

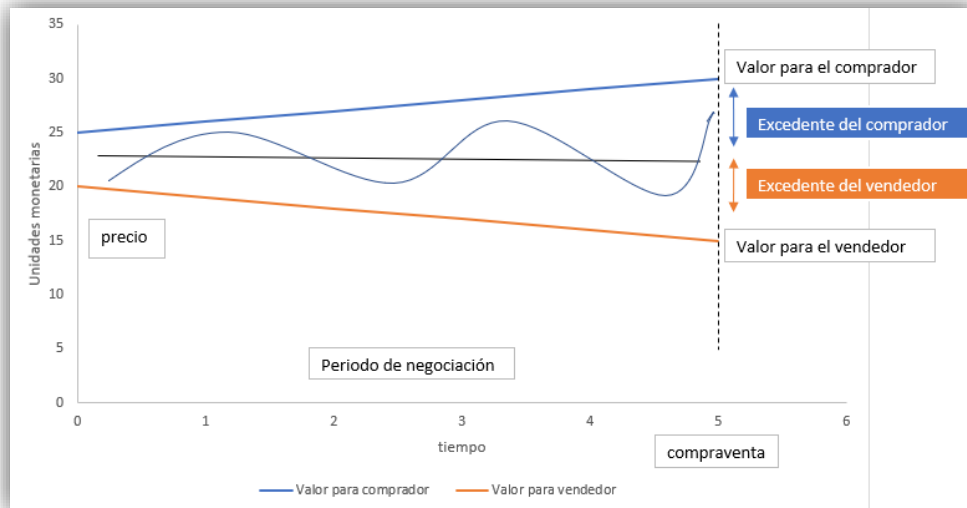


Figura 1. Valor, precio y excedente. Tomado de (Galindo, 2005 citado por Salazar & Redrobán, 2016, p. 5)

La ilustración demuestra el propósito principal del análisis de una valoración. A esto, tomando como principales, el autor (Fernandez citado por Salazar & Redrobán, 2016, p.8) establece que en las operaciones de compra-venta la valoración es empleada para obtener el precio máximo a pagar por el comprador y el precio mínimo que el vendedor debe esperar; para empresas que cotizan en bolsa la valoración se emplea para comparar la cotización de la acción en el mercado; para

empresas que quieren salir a bolsa la valoración se la emplea para calcular el precio justo para la salida de sus acciones al público; también se la emplea para cuantificar la creación de valor de una área específica de la empresa; y, un análisis profundo al momento de establecer si se sigue el negocio, se lo vende, se procede a una fusión, crecer o comprar otras empresas.

Una desventaja muy importante sobre este tema de investigación es saber cómo se procede a valorar una pequeña empresa, tomando en cuenta que varias de éstas son consideradas informales y no cuentan con sus procesos debidamente establecidos. Esto da como resultado, que la información que se dispone o es escasa o no es muy confiable, lo cual es un primer punto en contra.

Ahora bien, tampoco este hecho es una barrera impenetrable o que no se le pueda dar solución. Solo se debe poner mayor atención al método de valoración que se elija porque según éste, la información con la que se trabaje será el punto clave para el desarrollo del análisis.

2.2.1. Métodos de valoración

Autores de investigaciones similares, llegan al consenso de que existen varios métodos de valoración de empresas, cada uno con una particularidad de acuerdo a la necesidad y disponibilidad de información que ésta posee, y en los cuales se emplea un modelo y una fórmula enfocada en llegar a dar a conocer un valor de mercado resultante apegado a la realidad, es decir si la empresa desea cotizar en bolsa de valores, si se desea vender o comprar, entre otras situaciones antes mencionadas.

Según (Bolaños Cano, 2016, p. 18) se detallan los varios modelos de valoración conocidos que se han empleado a lo largo de la historia de este tipo de análisis y se tiene presente que cada uno de ellos se enfoca en un rubro que se encuentra en la información financiera manejada en la empresa. Unos modelos demuestran el valor actual de la empresa por los activos que dispones conocidos como métodos

estáticos; y, en cambio, los otros métodos demuestran el valor de la empresa de acuerdo a lo que pueden llegar a generar sus actividades y hasta por su capitalización bursátil son conocidos como métodos dinámicos o compuestos.

A continuación, se detallan los métodos de valoración que, de acuerdo a la bibliografía consultada, son los más utilizados. Estos son:

2.2.1.1. Métodos estáticos.

a) Valor contable

Al leer *valor contable* de inmediato se dibuja una imagen de balance de una empresa en la cual se podrá observar las cifras que posee la empresa tanto en los activos, pasivos y patrimonio, pero al igual estos datos llevan consigo una característica importante y como se sabe estos valores no son precisamente información actualizada porque los movimientos contables no son registrados al día de la transacción o los ajustes por depreciación, las provisiones, entre otros. Pero sin desviar tanto el tema, este método brinda un valor de la empresa básico. Así lo establece (Salazar & Redrobán, 2016, p. 11) el valor obtenido en este tipo de valoración es simplemente el valor en libros o valor patrimonial neto, valor que si se compara con el precio de mercado podría presentarse una brecha muy considerable.

b) Valor contable ajustado

Este método por otro lado es el resultado del valor contable pero traído a valor de mercado. A esto (Sanjurjo & Reino, 2003 citado por Bolaños Cano, 2016, p. 21) definen que el valor de mercado es “el precio que se puede razonablemente esperar obtener (...) entre un comprador libre y un vendedor libre, ambos con un conocimiento similar sobre los negocios y los mercados en los que opera la sociedad, (...)”

Para esclarecer este método, se toma en cuenta la fórmula que (Aznar et al., 2016, p. 85) detalla a continuación:

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

c) Valor sustancial

Para (Fernandez, 2008 citado por Salazar & Redrobán, 2016, p. 12), este método brinda un esquema de los rubros necesarios para levantar un proyecto de estructuras similares y así proceder a valorar la empresa. Por otro lado (Bolaños Cano, 2016, pp. 30-31) determina que:

“El valor sustancial corresponde al valor real de los medios de producción, independientemente de la forma en que estén financiados, (...).

La principal diferencia con el valor contable es que en este método no se están considerando los bienes no operativos ni la estructura financiera de la empresa.”

d) Valor de liquidación

Liquidación es, en términos empresariales, el cese de las funciones de la empresa. Por tal motivo, este método arroja un valor de la empresa después del proceso de liquidación, dando la prelación de deudas que tiene y tomando en cuenta los activos disponibles que tenga a la fecha, los pasivos que deban adquirir las personas inmersas en la negociación y demás bienes de la empresa.

A esto, (Real Falconí, 2013, p. 24) establece que “es necesario según las normas contables para que exista una valoración se debe aplicar el principio de empresa en funcionamiento y deducir del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación del negocio.” Y que para este método (Sanjurjo & Reinoso, 2003 citado por Real Falconí, 2013, p. 24) se recomienda la siguiente fórmula:

Valor Liquidación

$$= \text{Valor de mercado de los activos} - \text{Valor de pasivos} \\ - \text{Pasivos Contingentes}$$

2.2.1.2. Métodos dinámicos

a) Flujos de caja descontados

Entrando a estos tipos de métodos se observará que se enfocan en brindar un valor razonable, de acuerdo con las actividades que realiza la empresa. Uno de los métodos principales es el de descuento de flujos de caja, los cuales toman las proyecciones de valores estimados y ajustarlos a una tasa de descuento o como se diría en la jerga financiera, traer a valor presente los flujos que se esperan a largo plazo.

El método de flujo de caja descontado presenta un distintivo muy peculiar, el cual, como establece (Salazar & Redrobán, 2016, p. 14) “(...). Una característica de este método es que combina información financiera con información del mercado de capital.” Y a esto se añade que, como es una proyección de las entradas y salidas para las operaciones de la empresa, la información macroeconómica del sector en que se desempeñe cada MiPyME es de vital importancia manejarla y estar atento a cualquier cambio ya sea, como suele suceder en nuestro país, que con frecuencia se emitan nuevas leyes o deroguen otras lo cual puede llegar a afectar las estimaciones consideradas en el ejercicio de proyección.

Una muy interesante recomendación por parte de (Real Falconí, 2013, p.28) determina que, para este método, los puntos que se debe tener en cuenta son:

- “Cuentas del BG y PG
- Planes de inversión de los próximos años
- Expectativas de crecimiento
- Inversión de mantenimiento en activo fijo
- Política de circulante
- Estructura Financiera de la empresa actual y futura
- Costo medio de la deuda (actual y futura)
- Costo de los fondos propios
- Planes de adquisiciones a futuro

- Crecimiento histórico
- Situación Competitiva”

b) Flujos de caja descontados disponibles para los accionistas

Es el resultado que queda disponible a los accionistas en un ejercicio determinado. En términos técnicos (Aznar et al., 2016, p. 113) establecen lo siguiente:

“Los Flujo de Caja a utilizar en la valoración son los denominados Flujos de Caja Libres o Free Cash-flow que se definen como el saldo disponible para pagar a los accionistas y para cubrir el servicio de la deuda (intereses de la deuda + principal de la deuda) de la empresa, después de descontar las inversiones realizadas en activos fijos y en necesidades operativas de fondos (NOF).”

En la formula a continuación, se puede observar con más detalle lo que se determina anteriormente:

$$\begin{array}{r}
 \textit{Beneficio Neto (Resultado del Ejercicio)} \\
 \hline
 \textit{+ Amortizaciones} \\
 \hline
 \textit{CASH-FLOW} \\
 \\
 \textit{+ Gastos Financieros} \\
 \textit{- Inversión en Activos Fijos Operativos} \\
 \hline
 \textit{-Inversión en NOF} \\
 \hline
 \textit{CASH-FLOW LIBRE (FLUJO DE CAJA LIBRE, FCL)}
 \end{array}$$

Figura 2. Flujo de Caja Libre. Tomado de (Aznar et al., 2016, p. 113)

c) Valor Presente Ajustado

Con este método, los especialistas financieros emplean una herramienta, la cual puede llegar a garantizar la eficacia del resultado obtenido. Esta herramienta es la

tasa de descuento resultante del Costo Ponderado de Capital (WACC por sus siglas en inglés) por el hecho que toma el costo de la deuda total del proyecto. Por su parte (Salazar & Redrobán, 2016, p. 16) determinan que el Valor Presente Ajustado “se maneja con el flujo de efectivo en dos componentes; el primero son los flujos de efectivos de operación sin apalancamiento y el segundo es el valor del financiamiento de la empresa.”

$$WACC = Er \frac{E}{D + E} + rd \frac{D}{D + E} * (1 - T)$$

Donde:

Er: Tasa de descuento o *Capital Assets Pricing Model* (CAPM)

E: Patrimonio

D: Deuda financiera

rd: Promedio ponderado de todas las deudas o en su defecto la última tasa de préstamo significativo

T: Tasa impositiva del Ecuador (22% impuesto renta personas naturales + 15% participación trabajadores de las utilidades registradas en el año)

2.2.1.3. Métodos Mixtos

a) Opciones reales Black and Scholes

De manera general, este método es considerado uno de los más complejos por el motivo de que su comparación se basa en relacionar empresas similares tomando en cuenta el valor de las acciones, considerando las variaciones que sufren a cada instante por tal motivo es un cálculo matemático complejo. Otra de sus particularidades es que toma en cuenta simulaciones.

De manera referente, se toma lo dicho por (Correa, 2013, p. 40) la cual establece que este modelo fue creado en principio para valorar las opciones sobre acciones

pero con el tiempo se logró implementar su modelo para el resto de activos subyacentes. Y como se dijo anteriormente, que este modelo trabaja con simulaciones, tales como:

- “El comportamiento del precio de las acciones corresponden al modelo lognormal con μ y σ constantes.
- No hay costes de transacción o impuestos. Todos los activos financieros son perfectamente divisibles.
- No hay dividendos sobre las acciones durante la vida de la opción.
- No hay oportunidades de arbitraje libres de riesgo.
- La negociación de valores financieros es continua.
- Los inversores pueden presta o pedir prestado al mismo tipo de interés libre de riesgo.
- El tipo de interés libre de riesgo a corto plazo es constante.”

2.2.1.4. Valoración por el Método EVA

El siguiente método se lo considera en el estudio por el hecho que la empresa analizada en este trabajo se encuentra con un alto índice de endeudamiento por la adquisición de un bien inmueble. Su importancia es considerable por el resultado que arroja una vez analizados los valores que maneja la empresa esto con el fin de brindar proyecciones en sus principales índices y la posterior toma de decisiones.

El método de Valor Económico Agregado (EVA por sus siglas en inglés) deriva sus resultados en el análisis de los valores generados por la empresa de manera ordinaria, es decir, las operaciones normales que la empresa puede crear sin financiamiento y con financiamiento. Por su parte (García, 2008 citado por Correa, 2013, p. 30) define al EVA como “la diferencia entre la utilidad operativa que una empresa obtiene y la mínima que debería obtener” esto con miras a que las operaciones de la empresa se logren mantener con un ratio de endeudamiento manejable. Y añadiendo a esto, (Bolaños Cano, 2016, p. 55) define la formula

mostrando la siguiente estructura tomando la diferencia entre la rentabilidad del ejercicio, el retorno del capital y el coste de la deuda de ese ejercicio:

$$EVA = Rentabilidad - Costo de la deuda$$

Y (Correa, 2013, p. 31) en base con este apartado, llega a establecer que una vez implementado el método EVA se logra mejorar con las siguientes acciones:

- “Aumentar la utilidad operativa después de impuestos -UODI- sin efectuar ninguna inversión adicional.
- (...).
- Liberando recursos ociosos.
- (...).
- Gestionando el costo de capital.”

Después de la revisión de los métodos expresados anteriormente, se puede llegar a la conclusión de que para valorar una empresa deben ser tomados en cuenta muchos factores los cuales tienen un peso fundamental en el análisis general. Según (Real Falconí, 2013, p. 50) “el análisis macroeconómico estudia aquellas variables sobre las cuales la empresa no tiene influencia por lo tanto debe adaptarse a ellas.” Y siendo así este factor, la prioridad de considerarla debe ser alta y no superficial.

Tomando en cuenta que una empresa genera valor ya sea por los activos que posee, su imagen creada en el transcurso de los años, los flujos de caja que se pueden generar, entre los principales, es un ejercicio que se lo elabora en base no solo a los números presentados en los balances de la empresa sino también a los factores macroeconómicos de la industria en que ésta se desempeña, así como los factores internos y externos entorno a la misma. Todos y cada uno de estos factores pueden cambiar sin previo aviso, por lo que las fuentes de información con las que se debe trabajar deben ser de alta calidad y fidelidad.

Conforme lo anterior, es oportuno el definir todos estos aspectos que influyen en el análisis para valorar una empresa, y se los detallan de la siguiente manera:

Tabla 3.

Factores que deben considerarse al valorar una empresa

Factores Externos	Factores Internos
Evolución de la economía del país donde se ubica la empresa	Historia de la empresa
Evolución de la economía de los países donde la empresa trabaja	Entorno en el que opera
Evolución de la economía del sector al que pertenece la empresa	Factores comerciales (ventas, evolución de las mismas, clientes, competencia, etc.)
	Factores Técnicos (Capacidad productiva, tipo de tecnología patentes etc.)
	Factores humanos (Tipo de dirección, formación de los trabajadores, motivación etc)
	Factores Financieros (Equilibrio, tesorería, beneficios, cash-flow etc)
	Otros factores: Jurídicos, Administrativos etc.

Adaptada de (Aznar Bellver et al., 2016, p. 33)

2.3. Tipos de investigación

Se empleó la investigación Descriptiva, ya que, en base al problema presentado, se desea crear un modelo, que sea aplicable a empresas de similar estructura interna. Además, por ser una empresa comercial la investigación Cuantitativa es de vital apoyo, a través de observaciones analíticas de los valores presentados en las declaraciones históricas de la empresa. Tomando en cuenta el método inductivo

para llegar a fortalecer la toma de decisiones y brindar soluciones a las áreas que, según el estudio realizado, se vean poco productivas en la organización.

2.4. Diseño de investigación

2.4.1. Población y muestra

El trabajo se centra en elaborar la valoración con la PYME comercial que operan en la ciudad de Quito, dentro de la industria de ventas al por menor de partes y piezas automotrices, que de acuerdo con la Clasificación Nacional de Actividades Económicas CIU 4.0, se encuentra en el grupo G4530.00.

2.4.2. Técnicas e instrumentos de recolección de datos

Observación en procesos que se manejan en la organización. Análisis documental y registros declarados a los organismos de control como el SRI, Superintendencia de Compañías e información contable que se tiene en la empresa.

2.4.3. Hipótesis y variables

¿La propuesta estratégica presentada en este estudio en qué porcentaje aumenta el valor de mercado de la PYME y en qué áreas llega a crear valor?

3. APLICACIÓN PRÁCTICA Y RESULTADOS

3.1. Resultados del estudio

De acuerdo con el análisis financiero, el cual se basa en información recogida de los balances de la empresa, se lograron observar los resultados que se muestran a continuación. Como observación principal, la empresa demuestra un alto índice de liquidez, el cual, al momento de realizar una prueba ácida, disminuye considerablemente, lo que permite deducir que la empresa posee mucho inventario sin rotar. Este valor es razonable por el motivo que las piezas automotrices, y en especial las de los vehículos clásicos, no son de una alta rotación.

Para proceder a realizar las proyecciones de los balances con su posterior valoración, se tomaron en cuenta indicadores macroeconómicos, los cuales muestran la situación real del país, estos son: las proyecciones en la inflación o Índice de Precios al Consumidor (IPC), las proyecciones del Producto Interno Bruto (PIB), al igual que las variaciones en la Balanza de Pagos todos estos datos tomados del Banco Central del Ecuador (BCE), ya que el análisis se lo realiza a una empresa que importa gran parte de su inventario, por tal motivo también se debe considerar la posibilidad de que el Gobierno imponga un nuevo arancel, aumento de impuestos entre otros aspectos que podrías incrementar el costo de las importaciones de este tipo de piezas.

Al final, se observa el resultado de la valoración de la empresa tomando en cuenta empresas que coticen en bolsa de valores de los Estados Unidos y China; además, la variación que ha existido en este tipo de mercado, para luego *tropicalizar* nuestra información, trabajando así con datos transformados a la realidad de nuestro país.

El análisis que se realizó fue el siguiente:

- Análisis Vertical

BALANCE HISTÓRICO 2015-2018						
ACTIVOS						
	2016		2017		2018	
ACTIVO CORRIENTE						
CAJA BANCOS	\$48,464	29.62%	\$67,915	20.10%	\$96,009	11.00%
CLIENTES	\$2,225	1.36%	\$5,159	1.53%	\$554	0.06%
INVENTARIOS	\$96,012	58.69%	\$187,555	55.51%	\$220,457	25.27%
CREDITO TRIBUTARIO	\$9,894	6.05%	\$14,670	4.34%	\$9,089	1.04%
	\$0	0.00%				
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	\$156,596	95.72%	\$275,299	81.48%	\$326,108	37.38%
ACTIVO A LARGO PLAZO						
PROPIEDADES, PLANTA Y EQUIPO, MENOS DEPRECIACIÓN ACUMULADA	\$7,000	4.28%	\$62,565	18.52%	\$546,383	62.62%
	\$0					
TOTAL ACTIVO	\$163,596	100.00%	\$337,863	100.00%	\$872,491	100.00%
PASIVOS						
PASIVO CORRIENTE						
PROVEEDORES	\$60,898	86.67%	\$69,001	54.93%	\$88,451	14.54%
PORCIÓN CORRIENTE DE LA DEUDA A LARGO PLAZO	\$6,659	9.48%	\$33,299	26.51%	\$91,027	14.97%
IMPUESTOS POR PAGAR	\$2,711	3.86%	\$8,067	6.42%	\$2,830	0.47%
TOTAL PASIVO CORRIENTE	\$70,268	100.00%	\$110,367	87.86%	\$182,308	29.97%
PASIVO A LARGO PLAZO						
DEUDA A LARGO PLAZO	\$0	0.00%	\$15,250	12.14%	\$425,957	70.03%
TOTAL PASIVO	\$70,268	42.95%	\$125,617	37.18%	\$608,266	69.72%
PATRIMONIO	\$93,328	57.05%	\$212,247	62.82%	\$264,226	30.28%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	\$163,596	100.00%	\$337,863	100.00%	\$872,491	100.00%

Figura 3. Balance General Análisis Vertical

La información presentada, fue tomada de las declaraciones en el formulario 102, en la cual se presenta el Impuesto a la Renta del año vencido para el SRI de las Personas Naturales Obligadas a llevar Contabilidad.

Se puede observar que la empresa concentra mayor parte de sus Activos Corrientes en los Inventarios, lo cual se debe a que se manejan artículos de baja rotación, pero al ser piezas automotrices son necesarias tenerlas embodegadas. De igual manera se observa la adquisición de la deuda en el año 2018 y su incremento en los Activos fijos

ESTADO DE RESULTADOS HISTÓRICO 2015-2018						
	2016		2017		2018	
= VENTAS NETAS	\$359,151	100.00%	\$383,669	100.00%	\$458,585	100.00%
TOTAL COSTO DE VENTAS	\$286,970	79.90%	\$288,429	75.18%	\$323,100	70.46%
= UTILIDAD BRUTA	\$72,181	20.10%	\$95,240	24.82%	\$135,485	29.54%
(-) GASTOS OPERACIONALES						
GASTOS DE VENTAS	\$7,200	2.00%	\$7,400	1.93%	\$8,080	1.76%
GASTOS DE ADMINISTRACIÓN	\$33,600	9.36%	\$34,070	8.88%	\$39,891	8.70%
DEPRECIACIÓN	\$1,700	0.47%	\$2,563	0.67%	\$17,745	3.87%
TOTAL GASTOS OPERACIONALES	\$42,500	11.83%	\$44,033	11.48%	\$65,715	14.33%
= UTILIDAD OPERACIONAL	\$29,681	8.26%	\$51,207	13.35%	\$69,770	15.21%
(-) GASTOS NO OPERACIONALES						
GASTOS FINANCIEROS	\$1,324	0.37%	\$1,540	0.40%	\$16,655	3.63%
= UTILIDAD ANTES DE IMP.	\$28,357	7.90%	\$49,667	12.95%	\$53,115	11.58%
PARTICIPACION A TRABAJADORES	\$4,254	1.18%	\$7,450	1.94%	\$7,967	1.74%
IMPUESTO A LA RENTA	\$5,303	1.48%	\$9,288	2.42%	\$9,932	2.17%
UTILIDAD (PÉRDIDA) NETA DEL AÑO	\$18,801	5.23%	\$32,929	8.58%	\$35,215	7.68%

Figura 4. Estado de Pérdidas y Ganancias Análisis Vertical.

En el detalle se puede observar que su parte operativa se lleva un gran porcentaje de la ganancia, para la cual se debe tomar en cuenta el personal improductivo que se mantiene en la empresa, para proceder tomar los correctivos necesarios.

- Análisis Horizontal

BALANCE HISTÓRICO 2015-2018					
ACTIVOS			VARIACIÓN		
	2016	2017	2016-2017	2018	VARIACIÓN 2017-2018
ACTIVO CORRIENTE					
CAJA BANCOS	\$48,464	\$67,915	40.13%	\$96,009	41.37%
CLIENTES	\$2,225	\$5,159	131.85%	\$554	-89.27%
INVENTARIOS	\$96,012	\$187,555	95.35%	\$220,457	17.54%
CREDITO TRIBUTARIO	\$9,894	\$14,670	48.26%	\$9,089	-38.04%
	\$0				
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	\$156,596	\$275,299	75.80%	\$326,108	18.46%
ACTIVO A LARGO PLAZO					
PROPIEDADES, PLANTA Y EQUIPO, MENOS DEPRECIACIÓN ACUMULADA	\$7,000	\$62,565	793.78%	\$546,383	773.31%
	\$0				
TOTAL ACTIVO	\$163,596	\$337,863	106.52%	\$872,491	158.24%
PASIVOS					
PASIVO CORRIENTE					
PROVEEDORES	\$60,898	\$69,001	13.31%	\$88,451	28.19%
PORCIÓN CORRIENTE DE LA DEUDA A LARGO PLAZO	\$6,659	\$33,299	400.06%	\$91,027	173.36%
IMPUESTOS POR PAGAR	\$2,711	\$8,067	197.59%	\$2,830	-64.92%
TOTAL PASIVO CORRIENTE	\$70,268	\$110,367	57.07%	\$182,308	65.18%
PASIVO A LARGO PLAZO					
DEUDA A LARGO PLAZO	\$0	\$15,250	100.00%	\$425,957	2693.26%
TOTAL PASIVO	\$70,268	\$125,617	78.77%	\$608,266	384.22%
PATRIMONIO	\$93,328	\$212,247	127.42%	\$264,226	24.49%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	\$163,596	\$337,863	106.52%	\$872,491	158.24%

Figura 5. Balance General Análisis Horizontal.

Lo primero que se observa en este detalle es la brusca disminución de la cuenta de Clientes, para lo cual se supo explicar que en años anteriores la empresa realizaba también ventas al por mayor, concediendo un crédito de 30 días,

pero por altas tasas de morosidad se optó por tomar la decisión de vender a clientes finales. Por otro lado, se puede ver la disminución en la cuenta de crédito tributario que, para una empresa importadora es muy común el hacer uso de este rubro por sus altos valores comprados en el exterior, pero en el año 2018 como se adquirió un préstamo bancario para la adquisición de un bien inmueble las importaciones se detuvieron.

ESTADO DE RESULTADOS HISTÓRICO 2015-2018					
	2016	2017	VARIACIÓN 2016-2017	2018	VARIACIÓN 2017-2018
= VENTAS NETAS	\$359,151	\$383,669	6.83%	\$458,585	19.53%
TOTAL COSTO DE VENTAS	\$286,970	\$288,429	0.51%	\$323,100	12.02%
= UTILIDAD BRUTA	\$72,181	\$95,240	31.95%	\$135,485	42.26%
(-) GASTOS OPERACIONALES					
GASTOS DE VENTAS	\$7,200	\$7,400	2.78%	\$8,080	9.19%
GASTOS DE ADMINISTRACIÓN	\$33,600	\$34,070	1.40%	\$39,891	17.09%
DEPRECIACIÓN	\$1,700	\$2,563	50.77%	\$17,745	592.33%
TOTAL GASTOS OPERACIONALES	\$42,500	\$44,033	3.61%	\$65,715	49.24%
= UTILIDAD OPERACIONAL	\$29,681	\$51,207	72.53%	\$69,770	36.25%
(-) GASTOS NO OPERACIONALES					
GASTOS FINANCIEROS	\$1,324	\$1,540	16.31%	\$16,655	981.50%
= UTILIDAD ANTES DE IMP.	\$28,357	\$49,667	75.15%	\$53,115	6.94%
PARTICIPACION A TRABAJADORES	\$4,254	\$7,450	75.15%	\$7,967	6.94%
IMPUESTO A LA RENTA	\$5,303	\$9,288	75.15%	\$9,932	6.94%
UTILIDAD (PÉRDIDA) NETA DEL AÑO	\$18,801	\$32,929	75.15%	\$35,215	6.94%

Figura 6. Estado de Pérdidas y Ganancias Análisis Horizontal.

Como dato relevante, se tiene el hecho de la variación en la cuenta de Gasto Depreciación y de Gasto Financiero, reflejo del préstamo adquirido a mediados del año 2018.

PRINCIPALES ÍNDICES FINANCIEROS			
	2016	2017	2018
ÍNDICES DE LIQUIDEZ			
CAPITAL DE TRABAJO (KT)	\$86,328	\$164,932	\$143,800
RAZON CORRIENTE	2.23	2.49	1.79
PRUEBA ÁCIDA	0.86	0.80	0.58
PRINCIPALES ÍNDICES DE SOLVENCIA			
FONDO DE MANIOBRA	\$92,987	\$198,231	\$234,828
NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS	\$86,328	\$164,932	\$143,800
ÍNDICES DE EFICIENCIA			
ROTACIÓN DE CUENTAS POR COBRAR (VECES)	161	74	828
PERIODO PROMEDIO DE COBRO (DIAS)	2	5	0
ROTACIÓN DE CUENTAS POR PAGAR	5	4	4
PERIODO PROMEDIO DE PAGO	76	86	99
ROTACIÓN DE INVENTARIOS	3	2	1
DURACION PROMEDIO DEL INVENTARIO	120	234	246
CICLO DE CONVERSIÓN DEL EFECTIVO	46	153	148
ROTACIÓN DE ACTIVOS	2	1	1
ÍNDICES DE ENDEUDAMIENTO			
MULTIPLICADOR DEL CAPITAL (ACTIVOS/PATRIMONIO)	2	2	3
APALANCAMIENTO (DEUDA/PATRIMONIO)	0	0	2
COBERTURA DE INTERESES (UTILIDAD/INTERESES)	14	21	2
ÍNDICES DE RENTABILIDAD			
MARGEN BRUTO	20.10%	24.82%	29.54%
MARGEN OPERACIONAL	8.26%	13.35%	15.21%
MARGEN NETO	5.23%	8.58%	7.68%
ROE	20.14%	15.51%	13.33%
ROA	11.49%	9.75%	4.04%
ÍNDICES DE BENCHMARK			
EBITDA	\$31,381	\$53,770	\$87,514
VENTAS	\$359,151	\$383,669	\$458,585
EBITDA / VENTAS	9%	14%	19%

Figura 7. Análisis de Índices Financieros.

El dato que requiere mayor atención es el alto nivel de liquidez que presenta la empresa, esto obviamente por su valor en Inventarios, lo cual se dio la explicación con anterioridad y, al momento de aplicar una prueba ácida, se refleja un valor que da a notar la realidad de la empresa. De igual manera, al momento de revisar su Fondo de Maniobra y sus Necesidades Operativas de Fondos denota que tiene un Excedentes de Tesorería.

Se puede observar que la empresa empieza sus actividades con ningún apalancamiento, el cual pasa a dos veces por la adquisición del bien inmueble. Además, se concentra un alto nivel de gasto operacional para sus actividades.

ESTADO DE RESULTADOS HISTÓRICO 2015-2018

	2016	2017	2018	
= VENTAS NETAS	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
TOTAL COSTO DE VENTAS	79.90%	75.18%	70.46%	72.82%
= UTILIDAD BRUTA	20.10%	24.82%	29.54%	
(-) GASTOS OPERACIONALES				
GASTOS DE VENTAS	2.00%	1.93%	1.76%	1.90%
GASTOS DE ADMINISTRACIÓN	9.36%	8.88%	8.70%	8.98%
DEPRECIACIÓN	0.47%	0.67%	3.87%	1.67%
-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
TOTAL GASTOS OPERACIONALES	11.83%	11.48%	14.33%	
= UTILIDAD OPERACIONAL	8.26%	13.35%	15.21%	
(-) GASTOS NO OPERACIONALES				
GASTOS FINANCIEROS	0.37%	0.40%	3.63%	1.47%
= UTILIDAD ANTES DE IMP.	7.90%	12.95%	11.58%	
PARTICIPACION A TRABAJADORES	1.18%	1.94%	1.74%	1.62%
IMPUESTO A LA RENTA	1.48%	2.42%	2.17%	2.02%
UTILIDAD (PERDIDA) NETA DEL AÑO	5.23%	8.58%	7.68%	

BALANCE HISTÓRICO 2015-2018				
ACTIVOS				
ACTIVO CORRIENTE	2016	2017	2018	PROMEDIO
CAJA BANCOS	13.49%	17.70%	20.94%	19.32%
CLIENTES	0.62%	1.34%	0.12%	0.12%
INVENTARIOS	26.73%	48.88%	48.07%	48.48%
CREDITO TRIBUTARIO	2.75%	3.82%	1.98%	2.85%
-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
TOTAL ACTIVO CORRIENTE				
<hr/>				
ACTIVO A LARGO PLAZO				
PROPIEDADES, PLANTA Y EQUIPO, MENOS DEPRECIACIÓN ACUMULADA	1.95%	16.31%	119.15%	45.80%
-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
TOTAL ACTIVO				
<hr/>				
PASIVOS				
PASIVO CORRIENTE				
PROVEEDORES	16.96%	17.98%	19.29%	18.08%
PORCIÓN CORRIENTE DE LA DEUDA A LARGO PLAZO	1.85%	8.68%	19.85%	10.13%
IMPUESTOS POR PAGAR	0.75%	2.10%	0.62%	1.16%
-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
TOTAL PASIVO CORRIENTE				
<hr/>				
PASIVO A LARGO PLAZO				
DEUDA A LARGO PLAZO	0.00%	3.97%	92.89%	48.43%
-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
TOTAL PASIVO				
<hr/>				
PATRIMONIO	25.99%	55.32%	57.62%	56.47%
<hr/>				
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO				

Figura 8. Ponderados de Cuentas de Balances Financieros

Para la proyección de los estados financieros, se tomó como factor base a la cuenta de ingresos “Ventas” con el fin de lograr un ponderado del equivalente de cada una de las restantes rubros. Como es de conocimiento general, el negocio gira alrededor de su actividad operacional principal, por ende, este factor es un punto de partida relevante para lograr establecer parámetros de proyección que lograría tener la empresa.

Se toma como factor principal la ponderación de las ventas para las demás cuentas que se manejan en la empresa.

BALANCE HISTÓRICO 2015-2018	PROYECCIÓN					
ACTIVOS						
ACTIVO CORRIENTE	2019	2020	2021	2022	2023	2024
CAJA BANCOS	\$93,129	\$90,335	\$87,625	\$84,996	\$82,446	\$79,973
CLIENTES	\$609	\$670	\$737	\$811	\$892	\$981
INVENTARIOS	\$231,479	\$233,794	\$236,132	\$238,493	\$240,878	\$243,287
CREDITO TRIBUTARIO	\$14,394	\$15,833	\$17,417	\$19,158	\$21,074	\$23,181
-	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	\$339,611	\$340,633	\$341,911	\$343,459	\$345,291	\$347,423
ACTIVO A LARGO PLAZO						
PROPIEDADES, PLANTA Y EQUIPO, MENOS DEPRECIACIÓN ACUMULADA	\$528,251	\$511,688	\$491,646	\$470,578	\$448,431	\$425,151
-	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
TOTAL ACTIVO	\$867,863	\$852,321	\$833,557	\$814,037	\$793,721	\$772,574
PASIVOS						
PASIVO CORRIENTE						
PROVEEDORES	\$91,184	\$100,302	\$110,333	\$121,366	\$133,503	\$146,853
PORCIÓN CORRIENTE DE LA DEUDA A LARGO PLAZO	\$59,710	\$69,493	\$74,526	\$68,359	\$44,618	\$19,874
IMPUESTOS POR PAGAR	\$5,842	\$6,426	\$7,069	\$7,776	\$8,553	\$9,409
-	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
-	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
TOTAL PASIVO CORRIENTE	\$156,736	\$176,222	\$191,927	\$197,501	\$186,674	\$176,135
PASIVO A LARGO PLAZO						
DEUDA A LARGO PLAZO	\$336,578	\$276,868	\$207,375	\$132,849	\$64,493	\$19,874
-	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
TOTAL PASIVO	\$493,314	\$453,090	\$399,302	\$330,350	\$251,167	\$196,009
PATRIMONIO						
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	\$860,630	\$844,365	\$824,806	\$804,410	\$783,132	\$760,926

Figura 9. Proyección de Balance General

Con la ponderación obtenida en el ejercicio anterior, se procede a calcular los valores para cada rubro. Como dato, la deuda a corto y largo plazo se la estableció de acuerdo con la tabla de amortización del préstamo que tiene la empresa, al igual que los datos de gasto financiero. Por otro, el gasto de depreciación se lo calculó en base a la fórmula de línea recta, para el valor del bien inmueble.

Para la proyección de activos fijos, se tomó en cuenta que la empresa no tiene planeado la adquisición de otros equipos por lo que resta de la deuda, por tal motivo solo se tomó en cuenta el valor presente menos la depreciación anual.

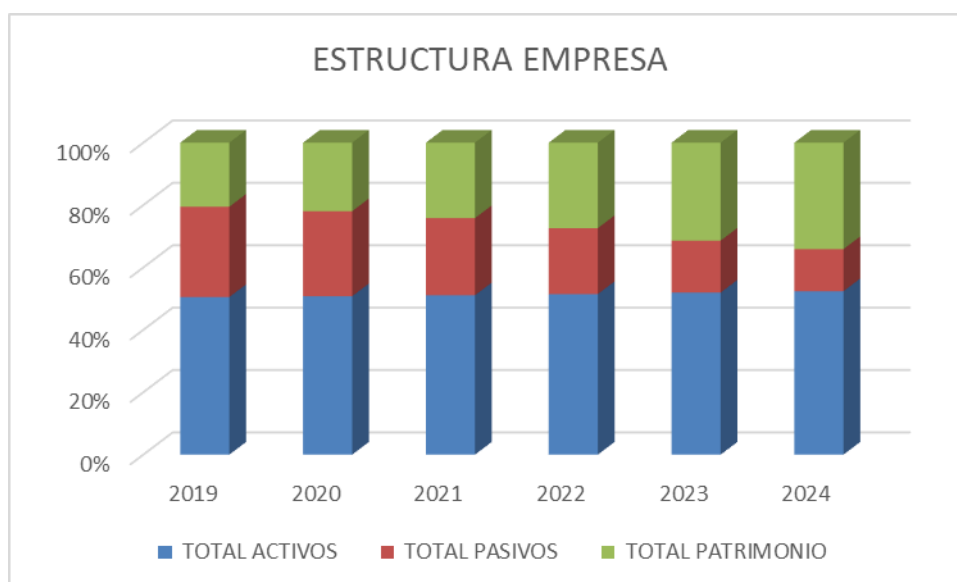


Figura 10. Estructura de la empresa.

En la imagen se puede apreciar el peso que conforma la estructura financiera de la empresa por los años analizados.

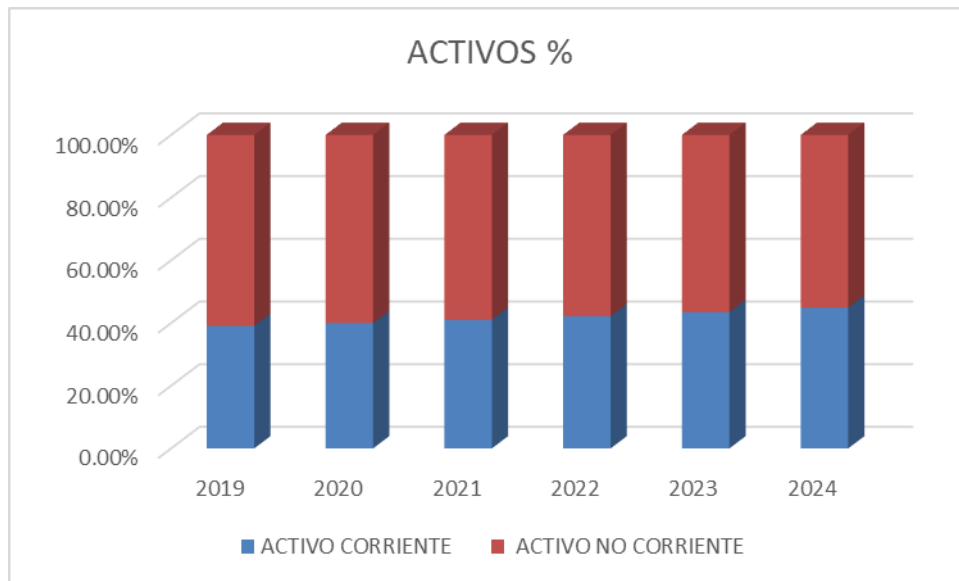


Figura 11. Peso de Activos.

En esta imagen se puede apreciar el peso que posee el activo no corriente, hablando del inmueble, su valor disminuye por la depreciación anual que afecta.

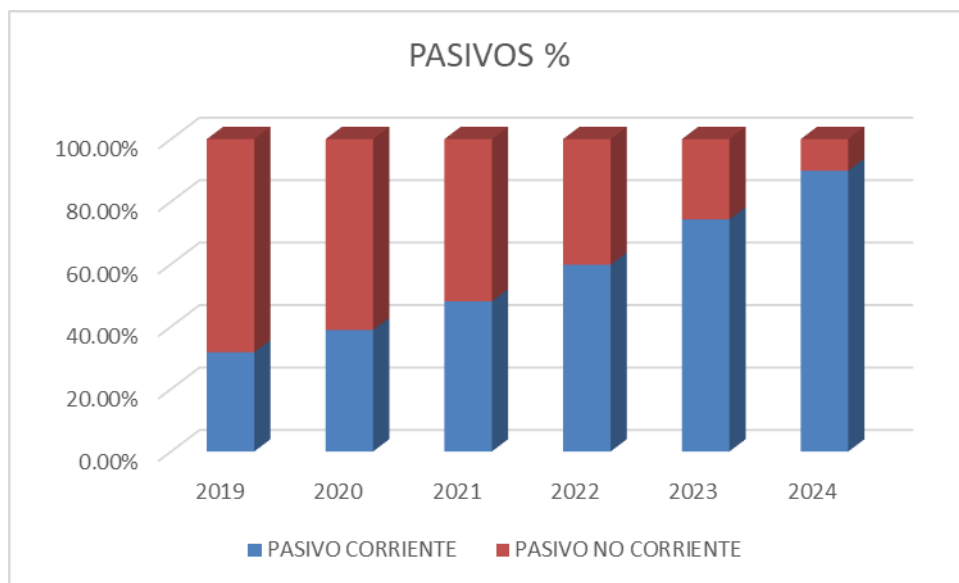


Figura 12. Peso de Pasivos.

En la imagen se visualiza como la deuda a largo plazo va disminuyendo, tomando en cuenta que cada año se debe separar la porción corriente.

	ESTADO DE RESULTADOS HISTÓRICO 2015-2018		PROYECCIÓN			
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
= VENTAS NETAS	\$504,444	\$554,888	\$610,377	\$671,415	\$738,556	\$812,412
TOTAL COSTO DE VENTAS	\$367,316	\$404,048	\$444,453	\$488,898	\$537,788	\$591,567
= UTILIDAD BRUTA	\$137,127	\$150,840	\$165,924	\$182,516	\$200,768	\$220,845
(-) GASTOS OPERACIONALES						
GASTOS DE VENTAS	\$9,577	\$10,534	\$11,588	\$12,746	\$14,021	\$15,423
GASTOS DE ADMINISTRACIÓN	\$45,289	\$49,818	\$54,800	\$60,280	\$66,308	\$72,939
DEPRECIACIÓN	\$18,632	\$19,563	\$20,542	\$21,569	\$22,647	\$23,779
-	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
-	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0	\$0
TOTAL GASTOS OPERACIONALES	\$73,498	\$79,916	\$86,929	\$94,595	\$102,976	\$112,141
= UTILIDAD OPERACIONAL	\$63,630	\$70,924	\$78,995	\$87,921	\$97,792	\$108,703
(-) GASTOS NO OPERACIONALES						
GASTOS FINANCIEROS	\$37,460	\$31,629	\$26,385	\$18,789	\$9,442	\$4,217
= UTILIDAD ANTES DE IMP.	\$26,170	\$39,296	\$52,610	\$69,132	\$88,350	\$104,486
PARTICIPACION A TRABAJADORES	\$3,925	\$5,894	\$7,891	\$10,370	\$13,252	\$15,673
IMPUESTO A LA RENTA	\$4,894	\$7,348	\$9,838	\$12,928	\$16,521	\$19,539
UTILIDAD (PERDIDA) NETA DEL AÑO	\$17,351	\$26,053	\$34,880	\$45,834	\$58,576	\$69,274

Figura 13. Proyección Estado de Pérdidas y Ganancias.

El crecimiento de ventas estimado se lo calculó en base al comportamiento histórico. Se toma como referencia este punto para obtener un promedio de las demás cuentas y se obtiene el estimado de gastos operacionales. El gasto de intereses se lo calculó de acuerdo a la tabla de amortización que posee la empresa de acuerdo a los préstamos adquiridos.

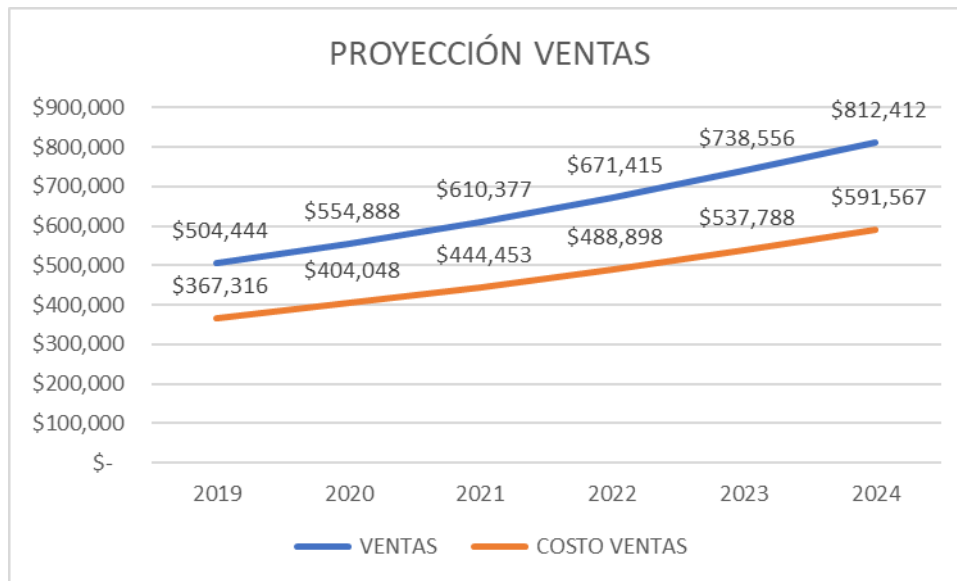


Figura 14. Proyección Ventas.

De acuerdo a las estimaciones por parte del dueño, se tiene como objetivo el crecimiento de anual de un 10%, manteniendo las compras normales e intentando potenciar la parte del mercado de modelos modernos de la marca. Actualmente el peso que se tiene en las ventas de las partes automotrices está dividido en 85% modelos clásicos y 15% modelos modernos, el objetivo es incrementar a 60% modelos clásicos y 40% modelos modernos para garantizar la liquidez necesaria y lograr cubrir las obligaciones que se tiene.

PRINCIPALES ÍNDICES FINANCIEROS	PROYECCIÓN					
	2019	2020	2021	2022	2023	2024
ÍNDICES DE LIQUIDEZ						
CAPITAL DE TRABAJO (KT)	\$182,875	\$164,411	\$149,984	\$145,958	\$158,617	\$171,288
RAZON CORRIENTE	2.17	1.93	1.78	1.74	1.85	1.97
PRUEBA ÁCIDA	0.69	0.61	0.55	0.53	0.56	0.59
PRINCIPALES ÍNDICES DE SOLVENCIA						
FONDO DE MANIOBRA	\$242,585	\$233,904	\$224,510	\$214,317	\$203,235	\$191,162
NECESIDADES OPERATIVAS DE FONDOS	\$158,292	\$130,402	\$106,352	\$90,497	\$89,452	\$90,365
ÍNDICES DE EFICIENCIA						
ROTACIÓN DE CUENTAS POR COBRAR (VECES)	828	828	828	828	828	828
PERIODO PROMEDIO DE COBRO (DIAS)	0	0	0	0	0	0
ROTACIÓN DE CUENTAS POR PAGAR	4	4	4	4	4	4
PERIODO PROMEDIO DE PAGO	89	89	89	89	89	89
ROTACIÓN DE INVENTARIOS	2	2	2	2	2	2
DURACION PROMEDIO DEL INVENTARIO	227	208	191	176	161	148
CICLO DE CONVERSIÓN DEL EFECTIVO	138	119	102	87	72	59
ROTACIÓN DE ACTIVOS	1	1	1	1	1	1
ÍNDICES DE ENDEUDAMIENTO						
MULTIPLICADOR DEL CAPITAL (ACTIVOS/PATRIMONIO)	2.48	2.33	2.13	1.90	1.68	1.56
APALANCAMIENTO (DEUDA/PATRIMONIO)	1.13	0.95	0.72	0.47	0.23	0.08
COBERTURA DE INTERESES (UTILIDAD/INTERESES)	0.46	0.82	1.32	2.44	6.20	16.43
ÍNDICES DE RENTABILIDAD						
MARGEN BRUTO	27%	27%	27%	27%	27%	27%
MARGEN OPERACIONAL	13%	13%	13%	13%	13%	13%
MARGEN NETO	3%	5%	6%	7%	8%	9%
ROE	4.96%	7.13%	8.93%	10.70%	12.37%	13.98%
ROA	2.00%	3.06%	4.18%	5.63%	7.38%	8.97%
ÍNDICES DE BENCHMARK						
EBITDA	\$82,261	\$90,488	\$99,536	\$109,490	\$120,439	\$132,483
VENTAS	\$504,444	\$554,888	\$610,377	\$671,415	\$738,556	\$812,412
EBITDA / VENTAS	16%	16%	16%	16%	16%	16%

Figura 15. Proyección Indicadores Financieros.

Se observa la evolución de la rentabilidad que empieza a adquirir la empresa una vez que se va extinguiendo la deuda contraída.

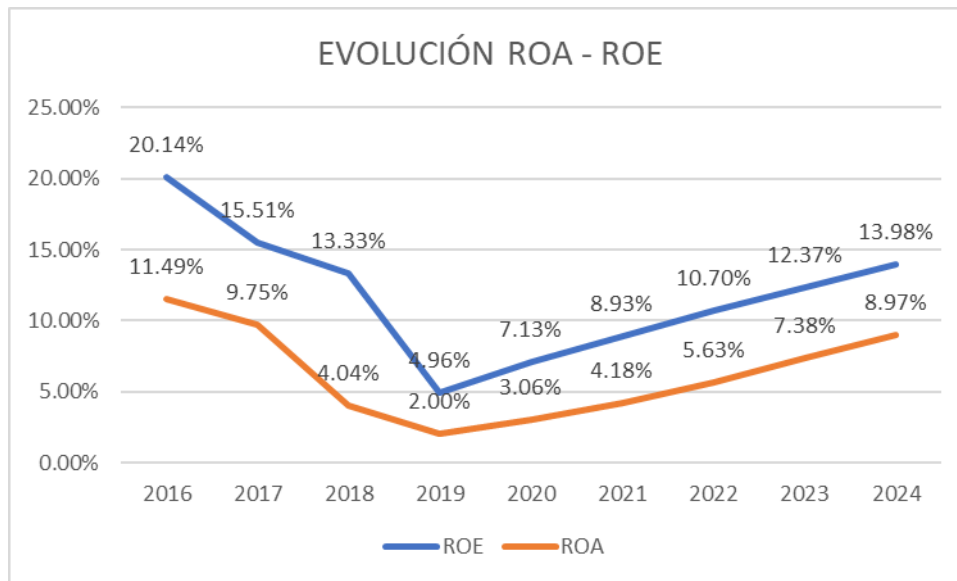


Figura 16. Evolución ROA-ROE

En el gráfico se observa el desarrollo de los ratios de rentabilidad. Tomando en cuenta que en la proyección se aprovecha el activo no corriente, en específico el bien inmueble para llevar a cabo las operaciones.

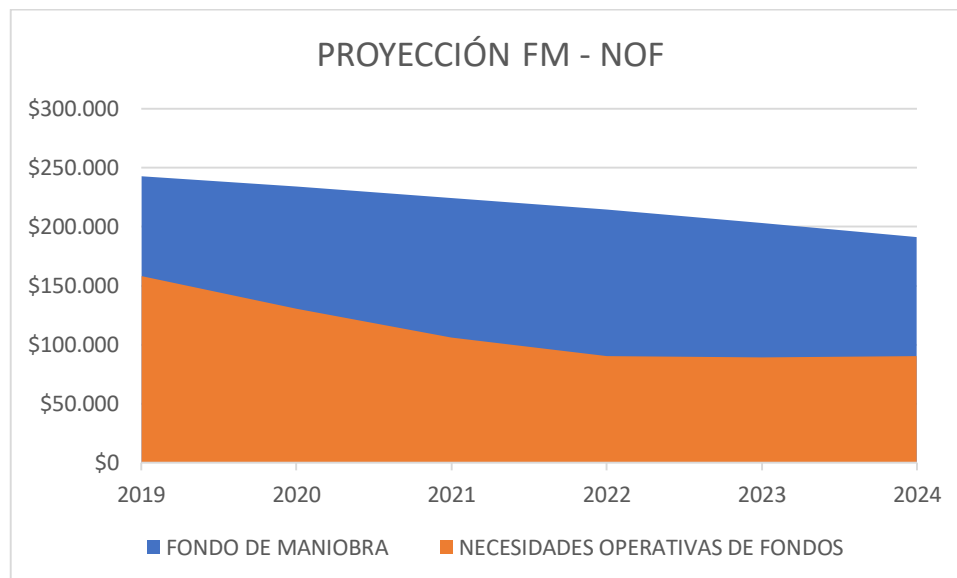


Figura 17. Proyección FM-NOF.

El excedente de tesorería resulta del gran monto de inventario que se posee.

Para proceder a la valoración de la empresa, se trabajó con el siguiente modelo para tratar la información:

	EMPRESAS DE LA INDUSTRIA						
	PAÍS	BETA APALANCADA	CAPITAL DE MERCADO (M)	DEUDA (M)	DEUDA / CAPITAL	TASA IMPOSITIVA DE LA INDUSTRIA	BETA DESAPALANCADA
ADVANCE AUTO PARTS INC (AAP)	EEUU	0.87	\$ 11,510,000,000	\$ 746,770,000	6%	37.16%	0.84
US AUTO PARTS NETWORK INC (PRTS)	EEUU	1.4	\$ 42,980,000	\$ 8,220,000	19%	10.33%	1.20
NINGBO SHUANGLIN AUTO PARTS (300100)	CHINA	1.11	\$ 3,540,000,000	\$ 2,835,380,000	80%	18.85%	0.67
Promedio		1.13			35%	0.22	0.90

β_L β_U

Figura 18. Cálculo Beta en base a empresas que cotizan en la Bolsa de Nueva York.

Para proceder a calcular la Beta de la empresa analizada, se procedió a realizar la ponderación de los valores de Betas Apalancadas de empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Nueva York, posteriormente con este resultado se procede a calcular, dato primordial para el cálculo del CAPM del ejercicio.

CÁLCULO DE BETA APALANCADA			
BL =	2,07	BETA APALANCADA	
BU =	0,90	BETA SIN APALANCAMIENTO DE LA INDUSTRIA	
T =	33,70%	TASA CORPORATIVA IMPOSITIVA TOTAL DE ECUADOR	
D/E =	1,96	ÍNDICE DEUDA PATRIMONIO	

CÁLCULO DE CAPM AJUSTADO Y WACC			
RFI =	2,57%	BONO SOBERANO DE EEUU A 30 AÑOS PLAZO (INVESTING)	
RETORNO DE LOS MERCADOS			
RMP=	5,96%	RENDIMIENTO AÑO 2018	
EMBI (RC) =	7,34%	PROMEDIO ULTIMOS 5 AÑOS O PROYECCIONES ESTIMADAS	
CAPM (KE) =	16,93%		
DATOS DE ECUADOR			
DEUDA VIGENTE	9,50%	PROMEDIO ÚLTIMA DEUDA PARA ADQUISICIÓN BIEN INMUEBLE: BANCO PICHINCHA Y BANCO PACÍFICO	
PARTICIPACIÓN LABORAL	15,00%		
TASA IR	22,00%		
TASA IMPOSITIVA	33,70%		
WACC	7,86%		

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
DEUDA	\$ 516.985	\$ 396.288	\$ 346.362	\$ 281.901	\$ 201.208	\$ 109.111	\$ 39.748
PATRIMONIO	\$ 264.226	\$ 349.965	\$ 365.222	\$ 390.624	\$ 428.226	\$ 473.390	\$ 495.642
D+E	\$ 781.211	\$ 746.254	\$ 711.583	\$ 672.524	\$ 629.434	\$ 582.501	\$ 535.391
D/E	1,96	1,13	0,95	0,72	0,47	0,23	0,08
BL	2,07	1,58	1,47	1,33	1,18	1,04	0,95
CAPM	22,25%	19,32%	18,66%	17,85%	16,96%	16,10%	15,57%
WACC	11,69%	12,40%	12,64%	13,01%	13,55%	14,27%	14,88%

Figura 19. Cálculo CAPM-WACC.

Una vez obtenido nuestro ratio de CAPM se procede a calcular el WACC tanto del año analizado como de los años proyectados con el fin de calcular la tasa de descuento necesaria para el valor resultante de las proyecciones elaboradas.

Se tiene que tener presente que, como la empresa analizada tiene la figura de Persona Natural Obligada a Llevar Contabilidad, no necesita realizar cálculos de reservas en el Patrimonio, por este motivo la Tasa impositiva con la que

se trabaja es equivalente al 33.7%, es decir se toma en cuenta el valor ponderado del 15% Participación a Trabajadores y el 22% del Impuesto a la Renta.

Otro dato importante para lograr *tropicalizar* nuestra fórmula es el promedio de Riesgo País de los últimos 5 años. No se trabajó con estimaciones de este dato por el motivo que es un dato muy subjetivo de acuerdo a la legislación vigente de cada país.

VALORACIÓN DON ASTU QUITO							
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	PERPETUIDAD
(=) EBIT	\$63.630	\$70.924	\$78.995	\$87.921	\$97.792	\$108.703	
(=) EBIT X (1-T)	\$42.186	\$47.023	\$52.374	\$58.292	\$64.836	\$72.070	
(+) DEPRECIACIÓN	\$18.632	\$19.563	\$20.542	\$21.569	\$22.647	\$23.779	
(-) GASTOS DE CAPITAL (CAPEX)	\$500	\$3.000	\$500	\$500	\$500	\$500	
(-) VARIACIONES DE CAPITAL DE TRABAJO	\$5.333	-\$7.327	-\$8.268	-\$9.305	-\$19.753	-\$22.156	
(=) FLUJO DE CAJA LIBRE PARA LA FIRMA	\$54.985	\$70.913	\$80.683	\$88.666	\$106.736	\$117.505	\$2.088.670
EBITDA	\$82.261	\$90.488	\$99.536	\$109.490	\$120.439	\$132.483	
ROLLING WACC	12,40%	12,64%	13,01%	13,55%	14,27%	14,88%	
G	2,11%						
WACC	7,86%						
VALOR PRESENTE DEL FLUJO (ROLLING WACC)	\$ 48.918	\$ 55.888	\$ 55.903	\$ 53.336	\$ 54.792	\$ 117.505	1.326.824
VALOR DE LA FIRMA	\$ 1.713.167						
DEUDA	\$ 516.985						
CAJA	\$ 96.009						
VALOR PATRIMONIAL	\$ 1.292.191						
EBITDA 2018	\$ 87.514						
VALOR DE LA FIRMA/EBITDA	19,58						
VALOR PATRIMONIAL/EBITDA	14,77						
VENTAS	\$ 458.585						
EBITDA 2018	\$ 87.514						
VALOR (MÚLTIPLO DE VENTAS)	5,24						
EBITDA 2018	\$ 87.514						
VALOR PATRIMONIAL	\$ 1.292.191						

CÁLCULO TASA CRECIMIENTO (G)	G= $((1+IPC)*(1+\Delta PIB))-1$	
	IPC PROYECTADO	1,00%
	Δ PIB PROYECTADO	1,10%
	G	2,11%

Figura 20. Cálculo Valoración empresa analizada.

Para llegar al resultado final, se tomó en cuenta la fórmula de la Tasa de Crecimiento (G) recomendada por (Aznar et al., 2016, p. 123) la cual establece que para PYMES importadoras es necesario tomar en cuenta el Índice de Precios al Consumidor y la Variación del PIB con valores estimados, lo cual se consideró apropiado porque estos indicadores reflejan como prevé la situación del país.

3.2. Discusión de resultados

Por su trayectoria en el mercado, esta importadora ha llegado a ser conocida por ser un lugar exclusivo para encontrar partes y piezas de los modelos clásico de la marca Volkswagen. Siendo este uno de sus fuertes, su dueño ha obtenido gran ventaja de esto por la noción de saber que su competencia, al momento de empezar a cambiar a la línea de modelos modernos, iba a dejar descuidada esta parte del mercado. Comentarios como “no se deja morir al *Vocho*” ha llegado a ser una valiosa publicidad para este negocio, así lo afirman tanto sus clientes como el dueño.

Al tener el modelo de ventas a consumidores finales la empresa llega a generar liquidez inmediata lo que permite cubrir obligaciones a corto y largo plazo. De igual manera, se puede observar que al momento en que la empresa cubra su obligación a largo plazo, empieza a obtener valores de rentabilidad muy atractivos. Otro dato importante es que, por parte de su administración, el manejar capital de trabajo para mantener sus importaciones y cubrir costos operativos, han logrado que la empresa posea un ciclo de efectivo positivo cubriendo así la demora que causa la rotación en su inventario, evitando que este sea un problema al momento de cubrir obligaciones a corto plazo.

Por otro lado se observar que, en el año 2019 la empresa pierde valor ya que la deuda acapara gran parte de la generación de beneficios, esto de acuerdo con el análisis EVA efectuado. Además, si se llega a recibir una propuesta de negociación por la empresa, se la lograría efectuar por un valor poco menos de lo esperado, pero si llega

a ser ese el caso se debería realizar la negociación incluyendo el hacerse cargo de la deuda que se posee.

Las proyecciones demuestran que después de un manejo de costos y gastos adecuados manteniendo su margen bruto, y aprovechando el apalancamiento que genera el préstamo adquirido, la empresa genera índices de rentabilidad competitivos para el sector comercial de partes automotrices en la que se encuentra, además de ser uno de los pocos importadores de piezas para autos clásicos, aprovechar esa exclusividad en el mercado permite marginarse valores altos en sus utilidades.

3.3. Propuesta estratégica

Las siguientes medidas son tomadas de acuerdo con lo analizado al momento de tratar con el dueño de la empresa y a la información financiera obtenida.

Se debe tomar en cuenta que la empresa prácticamente ha sido edificada por una sola persona la cual es dueño de todo el capital, para esto se debería considerar el uso futuro del apalancamiento por recursos ajenos para el desarrollo de las operaciones de la empresa. Para empezar por un rubro, sería por el capital de trabajo para que el manejo de las operaciones se las desarrolle en base a apalancamiento es una muy buena manera de garantizar que las actividades no se verán interrumpidas por varios años. Según las proyecciones se necesita entre cien mil a doscientos mil dólares, negociar con bancos una línea de crédito demostrando la liquidez que se logra generar por las operaciones a una tasa activa corporativa proyectada entre 9%-9.5% para los siguientes años.

Se debe considerar el definir cargos y puestos dentro de la organización por ser un punto clave para garantizar un óptimo manejo de los recursos de la empresa, además de incrementar la operatividad del negocio. Para esto el alto mando de la empresa debe estructurar y delimitar lo que cada persona debe realizar, con el único fin de establecer el alcance al cual cada empleado puede llegar, generando confianza al momento del manejo de la información y posterior toma de decisiones. Hablando

económicamente, este punto ahorraría recursos por el hecho de que se localizarían áreas en las cuales se los están desperdiciando, recortándolos o mejorándolos.

De la mano de esto, el manejar presupuestos anuales y, como se presentó en el ejercicio de valoración, manejar proyecciones de balances, requiere de un fuerte control interno sobre las actividades de la empresa y de esta forma tomar los correctivos necesarios en los tiempos correctos. El establecer metas de ventas, esto de la mano de planes estratégicos lograría enfocar los planes de la empresa y que las estimaciones no pierdan el rumbo de las metas y objetivos establecidos.

3.4. Plan de acción

Para llevar a cabo una valoración por su análisis financiero es de vital importancia, tanto para el manejo interno como para el desarrollo de las actividades operacionales, el que se trabaje con información en un sistema contable, brindando los accesos apropiados a las personas encargadas de los registros operativos. Se debe tomar en cuenta, que la información financiera sea entregada de manera oportuna y fiable. Todo esto con el fin de que los análisis financieros y contables que se hagan, permitan la toma de decisiones apropiadas, a tiempo. El sistema contable recomendado tiene un costo aproximado de \$2.000,00 con un mantenimiento anual de \$150,00 para empresas que no disponen de uno. Una persona en la parte operativa para los registros y una persona que analice, dependiendo del movimiento que presente la empresa, dejando en claro que para este manejo y análisis de la data no es necesario tener un equipo completo de trabajo, sino que la información esté disponible de forma oportuna y sea totalmente fiable.

Los controles internos son de vital importancia para mitigar el error humano. Depurar los datos tratados, estructurar sus cuentas, manejar proyecciones de acuerdo a datos confiables dan como resultado que el manejo de este modelo genere una valoración fiable para los dueños de la empresa y su posterior toma de decisiones.

Para el ejercicio, se consideró el proponer una emisión de deuda por \$400.000,00 por los cuatro años de deuda que quedan a una tasa del 8% anual, amortizando el pago de capital semestralmente y el pago de intereses trimestralmente, pero al considerar los gastos por este instrumento financiero se obtuvo una mayor tasa efectiva con respecto a la actual lo cual no es viable. (Anexos)

4. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

4.1. Principales Conclusiones

- i. La empresa cuenta con un nivel de liquidez apropiado para afrontar obligaciones a corto y largo plazo, a pesar de una baja rotación de inventario. Un aspecto que se debe tener en cuenta es el *know how* que posee la empresa, por toda la trayectoria que ha tenido desde su constitución, lo cual es un valor agregado para cualquier estimación de negociación posteriormente y, si se mantienen sus estimaciones de crecimiento, lograría abarcar mucho mayor porcentaje de mercado, lo cual se debe tener presente para sacar ventaja sobre sus competidores.
- ii. El método que se empleó para este ejercicio de valoración sirve como herramienta para lograr obtener un resultado ajustado a la realidad tanto de la empresa y de la situación que pasa el país, por lo tanto, es un método con el que se puede trabajar objetivamente.
- iii. La información macroeconómica es de vital importancia tomarla en cuenta en las proyecciones financieras, por el hecho de, como se ha venido tratando, para las estimaciones y para la tropicalización de la información, se debe tomar como base los indicadores macroeconómicos del país, para hacer los ajustes y estimaciones a las cifras y de esta forma ajustarlas a la realidad actual.
- iv. La empresa, con sus flujos proyectados para cinco años llega a generar un valor de 1.2 millones. Antes de realizar la valoración por el método de flujos de caja descontados, la empresa poseía un valor de 264 mil dólares.
- v. El ejercicio se lo proyecta hasta el año 2024, año en el cual la empresa cubre el 95% de la deuda, a esto, de acuerdo con lo analizado en el método EVA, se ha identificado que la empresa pierde gran valor por el alto apalancamiento adquirido para el bien inmueble pero no para sus actividades. Pero, también después de este periodo la empresa empieza de mostrar una recuperación en su rentabilidad.

- vi. La empresa, para sus actividades operativas, no hace empleo de apalancamiento financiero, rubro con el cual se lograría generar mayor rentabilidad y además se mitiga el riesgo para el accionista principal porque ya no sería la única fuente de capital fresco para seguir con sus operaciones.

4.2. Recomendaciones

- i. Adoptar el modelo de valoración sugerido en este estudio, realizando un seguimiento de cómo se encuentra la empresa en el sector de la económica al que pertenece y de acuerdo a la situación del país. Esta es una herramienta clave que proporciona una visión global interna de las principales actividades de la empresa.
- ii. Se debe poner atención a las variaciones y evolución de los índices macroeconómicos del país, para evitar que las proyecciones lleguen a tener una brecha muy grande que distorsione las estimaciones tratadas y adicionalmente tomar decisiones proactivas en caso de cambios importantes que puedan afectar el negocio.
- iii. Considerar un mejor tratamiento en la rotación del inventario. Localizar clientes no solo a nivel local en la ciudad de Quito sino en el resto del país. Promocionar por redes sociales la mercadería que se tiene en bodegas para captar la atención de nuevos clientes y de los antiguos. Aproximadamente este modo de operación tiene un costo mensual de 200.00\$-250,00\$ mensuales, inversión que se verá retribuida en el incremento de las ventas que se generen a futuro.
- iv. Considerar la implementación de procesos, para la optimización de recursos y mitigar pérdidas por falta de controles internos. Para ahorrar costos, como primera acción, los mandos gerenciales de la empresa deben definir que puestos y cargos se manejan internamente, definiendo las funciones y competencias de cada cargo y de cada colaborador.

- v. A futuro y con la implementación de procesos y controles internos robustos en la empresa, se debe tener en consideración una salida a bolsa de valores. La empresa, una vez solventada la deuda, cuenta con sus activos libres de gravamen, además de poder respaldar estas con un fuerte inventario y poseer ratios positivos de rentabilidad. Estos, además de ser requisitos para lograr realizar una emisión de obligaciones a largo plazo, brindan una imagen atractiva para el mercado de valores y, si se logra una buena calificación de riesgos, sería una manera de poseer otra opción de financiamiento de operaciones de la empresa además de un crecimiento sostenido y fuerte por varias décadas. El dinero recaudado en este tipo de endeudamiento podría ser invertido en mejorar los canales de distribución de las piezas a sus clientes con el fin de captar clientes a nivel nacional o incursionar en el sector industrial produciendo partes no duraderas como filtros para estos modelos de vehículos.
- vi. Se recomienda, en el caso de venta total o parcial de la empresa, tener como base para una posible negociación, además de tomar esta tesis como un documento consulta para inversionistas o empresarios que necesiten comprar o vender empresas y estudiantes interesados en el tema.

REFERENCIAS

- Aznar, J., Cayo, T., & Cevallos, D. (2016). *Valoración de empresas. Métodos y casos prácticos para pequeñas y medianas empresas*. (2nd ed.). España.
- Bolaños Cano, E. B. (2016). *Análisis comparativo de las alternativas de valoración empresarial que aplican las empresas ecuatorianas*. Universidad Andina Simón Bolívar, Ecuador.
- Cámara de Comercio Quito. (2017). *Boletín Jurídico*.
- Correa, S. P. (2013). *VALORACIÓN DE EMPRESAS EN INSTITUCIONES PRIVADAS DE EDUCACIÓN BÁSICA*. Universidad Nacional de Colombia, Colombia.
- García, R., Jiménez, F., Pérez, C., & de Sevilla, U. (2006). *La valoración de pequeñas y medianas empresas*. 6.
- Real Falconí, P. E. (2013). *MODELO DE VALORACIÓN DE LA EMPRESA DE SEGURIDAD NACIONAL Y PROFESIONAL SENAPRO CIA. LTDA. A TRAVÉS DEL MÉTODOS DE FLUJOS DE CAJA DESCONTADOS*. Escuela Politécnica del Ejército, Ecuador.
- Salazar, M. L., & Redrobán, G. V. (2016). *VALORACIÓN FINANCIERA DE EMPRESAS COMERCIALES EN EL ECUADOR*. Escuela Superior Politécnica del Litoral, Ecuador.

ANEXOS

La información empleada para tratar los datos y con la cual se procedió a su proyección y posterior valoración, fueron tomados de las siguientes tablas:

- Anexo 1. Promedio de puntos de Riesgo País del Ecuador de los últimos 5 años, cuadro 35 INDICADORES DE RIESGO PARA PAÍSES EMERGENTES: Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBIG). Banco Central de la Reserva de Perú.

cuadro-035.xlsx - Excel																	
LUIS ASTUDILLO LEN																	
Archivos Inicio Insertar Disposición de página Fórmulas Datos Revisar Vista Ayuda ¿Qué desea hacer?																	
E295 241,772588939882																	
CUADRO 35 INDICADORES DE RIESGO PARA PAÍSES EMERGENTES: Índice de Bonos de Mercados Emergentes (EMBIG) 1/ DIFERENCIAL DE RENDIMIENTOS CONTRA BONOS DEL TESORO DE ESTADOS UNIDOS DE AMÉRICA (EUA) 2/ (En puntos básicos) 3/ RISK INDICATORS FOR EMERGING COUNTRIES: Emerging Market Bond Index (EMBIG) 1/ Stripped Spread 2/ (In basis points) 3/																	
Fecha	Diferencial de rendimientos del índice de bonos de mercados emergentes (EMBIG) / Emerging Market Bond Index (EMBIG) Stripped Spread									LATIN EMBIG Países Latinoamericanos / Latin Countries	EMBIG Países Emergentes / Emerging Countries	Bonos del Tesoro / Treasury Bonds : Tasa de Interés 10 años / Interest Rate 10 years					De
	Perú	Argentina	Brasil	Chile	Colombia	Ecuador	México	Venezuela	Perú 4/	EUA	Colombia 4/	Chile 4/	México 4/				
2014	162	787	235	143	167	510	183	1337	407	330	5.60	2.53	6.66	n.d.	6.01	20	
2015	201	590	361	186	250	995	251	2775	540	415	6.37	2.13	7.44	4.58	5.94	20	
2016	200	476	395	201	279	998	304	2747	537	410	6.26	1.84	7.90	4.41	6.21	20	
2017	145	412	263	130	194	621	256	2846	429	325	5.63	2.33	6.62	4.24	7.16	20	
2018	147	548	265	133	184	639	272	5184	469	359	5.35	2.91	6.64	4.50	7.94	20	
2019	134	798	242	137	187	608	317	5967	501	374	5.18	2.42	6.61	3.77	8.02	20	
Ene.	152	701	249	148	201	710	328	5738	518	401	5.60	2.71	6.93	4.24	8.55	Ja	
Feb.	139	679	236	136	191	653	319	4986	493	373	5.48	2.67	6.89	4.12	8.30	Fe	
Mar.	136	748	242	133	188	613	309	5190	488	371	5.33	2.57	6.74	4.03	8.03	Mi	
Abr.	122	839	244	141	177	552	295	5383	486	364	5.22	2.53	6.65	3.91	8.01	Ar	
May.	135	925	251	132	190	575	309	5548	505	377	5.14	2.39	6.76	3.77	8.05	Ma	
Jun.	129	883	242	137	190	590	333	6012	510	374	4.84	2.07	6.31	3.20	7.74	Ju	
Jul. 1-2	121	808	228	134	176	561	326	8910	510	358	4.66	2.00	5.98	3.10	7.45	Jul.	
Nota: Var. Anual	-29	237	-60	-3	-5	-90	58	3923	40	-7	-83	-89	-67	-146	-26	Note: Year-t	
Acumulada	-42	34	-38	-26	-36	-206	-14	2359	-38	-64	-109	-83	-86	-124	-144	Cumu	

- Anexo 2. Promedio de WACC de la industria de venta de partes automotrices al por menor y mayor. Damodaran.

waccemrg.xls [Modo de compatibilidad] - Excel

LUIS ASTUDILLO LEN

Archivo Inicio Insertar Disposición de página Fórmulas Datos Revisar Vista Ayuda Diseño de tabla ¿Qué desea hacer? Compartir

Portapapeles Fuente Alineación Número Estilos Celdas Edición

K25 =D25*(1-J25)+I25*J25

Industry Name	Number of Firms	Beta	Cost of Equity	E/(D+E)	Std Dev in Stock	Cost of Debt	Tax Rate	After-tax Cost of Debt	D/(D+E)	Cost of Capital	Cost of Capital
Auto Parts	453	1.22	13.15%	79.79%	34.67%	6.08%	16.56%	4.45%	20.21%	11.39%	11.39%
Retail (Automotive)	87	1.05	11.68%	53.01%	32.78%	6.08%	18.28%	4.45%	46.99%	8.28%	8.28%

Cost of Debt Lookup Table (based on std dev in stock prices)

Standard Deviation	Basis Spread
0	0.90%
0.25	1.50%
0.4	1.88%
0.65	2.75%
0.75	5.75%
0.9	7.25%
1	8.75%

Modo Filtrar Promedio: 9,84% Recuento: 2 Suma: 19,68%

- Anexo 3. Beta desapalancada calculada para la industria de venta de partes automotrices al por menor y mayor. Damodaran.

totalbetaemerg.xls [Modo de compatibilidad] - Excel

LUIS ASTUDILLO LEN

Archivo Inicio Insertar Disposición de página Fórmulas Datos Revisar Vista Ayuda Diseño de tabla ¿Qué desea hacer? Compartir

Portapapeles Fuente Alineación Número Estilos Celdas Edición

C14 1,16

Industry Name	Number of firm	Average Unlevered Bet	Average Levered Beta	market	Total Unlevered Bet	Total Levered Bet
14 Auto Parts	453	1,16	1,22	17,92%	6,47	6,80
78 Retail (Automotive)	87	0,72	1,05	18,04%	3,98	5,81

Sheet1

Modo Filtrar Promedio: 0,94 Recuento: 2 Suma: 1,88 100%

- Anexo 4. Indicadores macroeconómicos proyectados. Cuadro INDICADORES MACRO 2001-2018 REALES Y 2019-2020 ESTIMADOS elaborado en clase magistral módulo Trading y Decisiones de portafolio Maestría en Finanzas con Mención en Mercado de Valores y Banca 2018-2019.

INDICADORES MACRO 2001-2018 REALES Y 2019-2020 ESTIMADOS.xlsx - Excel

LUIS ASTUDILLO LEN

Inicio Insertar Disposición de página Fórmulas Datos Revisar Vista Ayuda ¿Qué desea hacer?

Cortar Copiar Copiar formato Portapapeles Fuente Alineación Número Estilos Celdas Edición

Calibri 11 A A Ajustar texto General Formato condicional Dar formato como tabla Estilos de celda Insertar Eliminar Formato Autosuma Rellenar Borrar Ordenar y filtrar Buscar y seleccionar

A7 INFLACIÓN ANUAL (%)

INDICADORES MACROECONÓMICOS	2015	2016	2017	2018	RANGOS			
					2019 PROY		2020 PROY	
INDICADORES/AÑOS	2015	2016	2017	2018	2019 PROY	2020 PROY	2019 PROY	2020 PROY
PIB (\$) MILLONES	99.290	99.938	100.472	104.021	100.000	102.000	101.000	102.000
PIB (%)	(2,39)	6,50	2,40	1,40	-0,06%	1,00%	1,50%	2,00%
PIB PERCAPITA (\$)	6.099	6.046	6.217	6.213	6.081	6.100	6.000	5.900
INFLACIÓN ANUAL (%)	3,4	1,12	-0,02	0,03	0,05%	0,10%	0,50%	1,00%
DESEMPEÑO (%)	5,6	6,51	5,81	4,8	5,0%	5,5%	6,0%	7,0%
REMESAS EMIGRANTES (\$) MILLONES	2.378	2.602	2.840	3.031	3.000	3.100	3.100	3.200
RIESGO PAÍS (PUNTOS)	995	998	621	639	600	550	550	500
TASA DE INTERES ACTIVA COORPORATIVA (%)	9,2	8,48	7,75	8,81	9,0%	9,5%	9,5%	10,0%
TASA DE INTERES PASIVA COORPORATIVA (%)	5,14	5,12	4,95	4,53	4,5%	5,0%	5,0%	6,0%
TASA PRIME(%)	3,5	3,75	4,5	5,5	4,500%	5,000%	5,000%	5,500%
TASA LABOR (%)	0,12	0,17	0,21	0,03	0,03%	0,05%	0,05%	0,07%
PRECIO PETROLEO CRUDO ORIENTE (\$)	49,51	26,5	52,51	70,28	65	70	65	70
PRECIO PETROLEO NAPO (\$)	37,04	56,71	66,42	52,75	73	75	70	75
PRECIO PETROLEO WTI (\$)	48,74	43,21	60,04	44,86	60	65	62	65
BALANZA COMERCIAL (\$) MILLONES	-2.129,6	1.247,0	89,2	-514,5	1000	1200	1200	1500
BALANZA DE PAGOS (\$) MILLONES	-1.488	1.207	-1.859	1.526,30	-600	100	200	500
DEUDA EXTERNA PRIVADA (\$) MILLONES	12.546	12.457	14.786	13.734	13.000	12.500	12.500	12.000
DEUDA EXTERNA PUBLICA (\$) MILLONES	20.225	25.679	31.750	35.697	40.300	40.300	43.400	43.500
TOTAL DEUDA EXTERNA (\$) MILLONES	32.771	38.137	46.536	49.430	53.300	52.800	55.900	55.500
RESERVA MONETARIA (\$) MILLONES	2.496	4.259	2.451	2.677	3.200	3.300	3.300	3.500
DEFICIT PRESUPUESTO DEL ESTADO (% PIB)	-5%	-7%	-5%	-1%	-1,50%	-1,00%	-1,00%	-0,50%
ENCAJE BANCARIO (%)	2	2	2	2	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
BANCOS PRIVADOS (#)	23	23	24	24	24	24	24	24
MUTUALISTAS (#)	4	4	4	4	4	4	4	4
COOPERATIVAS DE AHORRO Y CRÉDITO (#)	629	626	606	556	550	580	580	600
DÓLAR - EURO (%)	0,92	0,95	0,83	0,87	0,8500	0,9000	0,9200	0,9500
DÓLAR - YEN (%)	120,3	116,9	112,7	109,6	110,0	112,0	112,0	115,0
DÓLAR - PESO COLOMBIA (%)	3174,5	3002,0	2984,5	3247,5	3.000,0	3.100,0	3.100,0	3.150,0
INVERSIÓN EXTRANJERA (\$) MILLONES	1322,0	767,0	618,0	1401,0	900,0	950,0	1.000,0	1.100,0
COSTO CANASTA VITAL (\$)	673,21	700,94	708,98	715,16	720,00	725,00	750,00	760,00
POBLACIÓN (NUMERO HABITANTES MILES)	16.140	16.390	16.620	17.200	17.250	17.300	17.350	17.355
TASA CRECIMIENTO POBLACIONAL (%)	1,51%	1,55%	1,40%	1,45%	1,40%	1,40%	1,40%	1,30%
SEGURO DE DEPOSITOS (%)	0,007%	0,007%	0,007%	0,007%	0,007%	0,007%	0,007%	0,007%

RESUMEN PIB PIB POR SECTOR INFLACIÓN DESEMPEÑO REMESAS RIESGO PAÍS TASAS INTERES PETROLEO BALANZA COMERCIAL BALANZA PAGOS DEUDA EXTERNA

Promedio: 3,713971053 Recuento: 46 Suma: 141,1309 80%

- Anexo 5. Retorno de mercado americano según Damodaran. (RMP)

histimpl.xls [Modo de compatibilidad] - Excel

LUIS ASTUDILLO LEN

Archivo Inicio Insertar Disposición de página Fórmulas Datos Revisar Vista Ayuda Diseño de tabla ¿Qué desea hacer? Compartir

Cortar Copiar Copiar formato Pegar Portapapeles Fuente Alineación Número Estilos Formato condicional Dar formato como tabla Estilos de celda Insertar Eliminar Formato Celdas Autosuma Rellenar Borrar Ordenar y filtrar Buscar y seleccionar Edición

P66 5,96%

Year	Earnings Yield	Dividend Yield	T.Bill Rate	T.Bond Rate	Bond-Bill	Smoothed Growth	Implied Premium (DDM)	Analyst Growth Estimate	Implied Premium (FCFE)	Implied Premium (FCFE with sustainable Payout)	ERP/Riskfree Rate
2018	5,92%	2,14%	2,37%	2,68%	0,31%	3,24%	2,50%	4,12%	5,96%	5,55%	2,22

* Earnings and dividends numbers each year reflect the estimated numbers as of the end of the year. These numbers get updated later in the year but I do not update the numbers in this spreadsheet, since I would not have had access to them at the

Period	Average ERP
1960-2018	4,19%
1999-2018	4,70%
2009-2018	5,49%
End of 2018	5,96%

Chart1 Chart2 Chart3 Sheet17 Implied Premiums implpremsriskfree Historical Impl Premiums Sheet2 ... 100%

- Anexo 6. Propuesta de emisión de deuda para precancelar deuda.

DEUDA 2020-2024

INSTITUCIÓN	MONTO	TASA	TIPO	PESO DEUDA	PONDERACIÓN
BANCO PICHINCHA	\$ 166.270,14	14,97%	VARIABLE	38%	5,72%
BANCO PACÍFICO	\$ 268.596,90	9,50%	VARIABLE	62%	5,87%
TOTAL	\$ 434.867,04	12,24%			11,59%

* PAGOS CAPITAL SON SEMESTRALES

* PAGOS INTERESES SON TRIMESTRALES

CUPÓN	8,00%
PLAZO VIGENTE	1440
AÑOS	4
PAGOS	TRIMESTRALES
N (CAPITAL)	8
N (INTERES)	16
FECHA VALOR (COMPRA)	1-ene-20
MONTO	\$ 400.000,00

GASTOS DE LA EMISIÓN	MONTO (USD)	% DEL MONTO DE EMISIÓN
ESTRUCTURA FINANCIERA	\$ 2.000,00	0,50%
ESTRUCTURA LEGAL	\$ 640,00	0,16%
COMISIÓN COLOCACIÓN CASA DE VALORES	\$ 4.000,00	1,00%
COMISIÓN PISO DE BOLSA	\$ 360,00	0,09%
CALIFICACIÓN DE RIESGOS (4 AÑOS)	\$ 1.840,00	0,46%
REPRESENTANTE DE OBLIGACIONES (4 AÑOS)	\$ 1.080,00	0,27%
INSCRIPCIÓN SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS, VALORES Y SEGUROS	\$ 1.200,00	0,30%
INSCRIPCIÓN Y MANTENIMIENTO DE BOLSA DE VALORES	\$ 1.400,00	0,35%
AGENTE DE PAGO Y DESMATERIALIZACIÓN	\$ 1.400,00	0,35%
ELABORACIÓN, REPRODUCCIÓN DE PROSPECTO DE OFERTA PÚBLICA, GASTOS NOTARIALES Y PUBLICACIONES	\$ 1.600,00	0,40%
TOTAL	\$ 15.520,00	3,88%

PERÍODO	CAPITAL	FECHA INICIO	INTERÉS	AMORTIZACIÓN	RECUPERACIÓN	FECHA VENCIMIENTO	VALOR PRESENTE
1	\$ 400.000,00	1-ene-20	\$ 8.000,00	\$ -	\$ 8.000,00	1-abr-20	\$ 7.843,14
2	\$ 400.000,00	1-abr-20	\$ 8.000,00	\$ 65.520,00	\$ 73.520,00	1-jul-20	\$ 70.665,13
3	\$ 334.480,00	1-jul-20	\$ 6.689,60		\$ 6.689,60	1-oct-20	\$ 6.303,76
4	\$ 334.480,00	1-oct-20	\$ 6.689,60	\$ 50.000,00	\$ 56.689,60	1-ene-21	\$ 52.372,43
5	\$ 284.480,00	1-ene-21	\$ 5.689,60		\$ 5.689,60	1-abr-21	\$ 5.153,25
6	\$ 284.480,00	1-abr-21	\$ 5.689,60	\$ 50.000,00	\$ 55.689,60	1-jul-21	\$ 49.450,77
7	\$ 234.480,00	1-jul-21	\$ 4.689,60		\$ 4.689,60	1-oct-21	\$ 4.082,58
8	\$ 234.480,00	1-oct-21	\$ 4.689,60	\$ 50.000,00	\$ 54.689,60	1-ene-22	\$ 46.677,05
9	\$ 184.480,00	1-ene-22	\$ 3.689,60		\$ 3.689,60	1-abr-22	\$ 3.087,29
10	\$ 184.480,00	1-abr-22	\$ 3.689,60	\$ 50.000,00	\$ 53.689,60	1-jul-22	\$ 44.044,17
11	\$ 134.480,00	1-jul-22	\$ 2.689,60		\$ 2.689,60	1-oct-22	\$ 2.163,15
12	\$ 134.480,00	1-oct-22	\$ 2.689,60	\$ 50.000,00	\$ 52.689,60	1-ene-23	\$ 41.545,39
13	\$ 84.480,00	1-ene-23	\$ 1.689,60		\$ 1.689,60	1-abr-23	\$ 1.306,12
14	\$ 84.480,00	1-abr-23	\$ 1.689,60	\$ 50.000,00	\$ 51.689,60	1-jul-23	\$ 39.174,26
15	\$ 34.480,00	1-jul-23	\$ 689,60		\$ 689,60	1-oct-23	\$ 512,38
16	\$ 34.480,00	1-oct-23	\$ 689,60	\$ 50.000,00	\$ 50.689,60	1-ene-24	\$ 36.924,63
TOTALES	\$ 67.654,40		\$ 415.520,00				\$ 411.305,48

