



UNIVERSIDAD
PRIVADA
DEL NORTE

ESCUELA DE POSGRADO

VALORIZACIÓN POR FLUJO DE CAJA DESCONTADO PARA
UNA EMPRESA INTERPROVINCIAL DE PASAJEROS EN LA
CIUDAD DE TRUJILLO AÑO 2016, DENOMINADA
TRANSPORTES S.R.L

Tesis para optar el grado **MAGÍSTER** en:

FINANZAS CORPORATIVAS

Autores:

Br. Aroco Cerdán, Sara Mónica

Br. Rojas Angulo, Milagritos de Jesús

Asesor:

Dr. Ventura Aguilar, Henry Elder

Trujillo – Perú

2016

DEDICATORIA

A mi abuelito, Juan, quien siempre fue y será mi inspiración en cada paso que doy, porque es la estrella que ilumina y guía mi camino por donde vaya y sé que desde donde está se encuentra muy feliz y orgulloso de mi.

A mi polilla mayor, a quien Dios me presento para aprender lo que en las aulas no se aprende, porque sin darse cuenta me daba fuerza y motivación para continuar. Si no se nace con paciencia se adquiere en el camino. Gracias por tu amistad.

Milagritos de Jesús Rojas Angulo

Con mucho cariño a mi Victoria, que siempre es mi fuente de inspiración y ejemplo de trabajo y dedicación.

A mi Padre querido Walter Aroco, por ser mi apoyo en todo mi camino, por sus consejos y cariños que siempre me ha brindado.

Sara Mónica Aroco Cerdán

AGRADECIMIENTO

A Dios infinitas gracias, por ser mi guía y la luz en mi camino, por ser quien me da la fuerza para seguir adelante cada día y superar todos los obstáculos.

A mi compañera de aula y de tesis, por su paciencia y dedicación para poder alcanzar nuestra meta.

Milagritos de Jesús Rojas Angulo

A Dios que siempre me cuida y guía mi camino, por sentirlo siempre cerca, por la fortaleza que me brinda y las personas que pone en mi camino.

A mi compañera de tesis por trabajar juntas en este proyecto para un logro más en nuestro camino profesional.

Sara Mónica Aroco Cerdán

A nuestro asesor, Henry Ventura, por su paciencia y su tiempo. Muchas gracias.

Milagritos y Sara

RESUMEN

La empresa en estudio es una empresa a la que se le denominará TRANSPORTES S.R.L, para preservar la confidencialidad de los datos que aparecen en el informe de tesis. Esta es una empresa perteneciente al grupo de transporte interprovincial de pasajeros.

La presente tesis, responde a la pregunta de investigación ¿Cómo el método de flujo de caja descontado permite determinar el valor de la empresa de TRANSPORTES S.R.L al año 2016?, la misma que tiene tres objetivos: describir la situación económica y financiera de la empresa TRANSPORTES S.R.L.; determinar los flujos de caja que genera la empresa TRANSPORTES S.R.L.; medir el valor de la empresa mediante el uso del método de flujo de caja descontado.

El propósito es estudiar la manera de valorizar una empresa con el método de flujo de caja descontado porque este constituye el método de valorización conceptualmente correcto, este método no es utilizado en todas las empresas, por lo general lo utilizan las empresas transnacionales y en países desarrollados, esto se realizó con la finalidad que los socios conozcan cuánto cuesta su empresa y puedan tomar mejores decisiones para que esta incremente su valor.

Nuestra investigación es descriptiva – explicativa, por lo que no se consideró hipótesis, y se utilizó un método no experimental. Para el desarrollo de la investigación y poder conocer el valor estimado de la empresa se realizó un trabajo de recolección de información, iniciando con entrevistas al gerente y a los jefes de área de la parte operativa y contable, obteniendo de ellos información valiosa para el estudio. Además de ello, se utilizó los Estados Financieros, y la información de las inversiones futuras que realizará la empresa. Con toda esa información se realizó el análisis de los Estados Financieros y la proyección de los flujos futuros con la finalidad de desarrollar el método de flujo de caja descontado para conocer el valor de la empresa.

Después de haber desarrollado el método de flujo de caja descontado concluimos que este es el mejor método para valorizar una empresa, ya que se utiliza flujos de ingresos futuros a una tasa de descuento apropiada, de esa manera podemos conocer cuál es el valor de la empresa en estudio, en este caso el valor de la empresa TRANSPORTES S.R.L es de S/ 55,375,604, tomando en consideración el valor del patrimonio de S/ 87'678,697.32, la tasa de descuento respectiva y el CPPC (WACC) de 10.28%.

ABSTRACT

The company studied is a company that will be called TRANSPORTES S.R.L, to preserve the confidentiality of the data that appear in the thesis report. This is a company belonging to the group of interprovincial passenger transport.

The present thesis answers the research question How does the discounted cash flow method allow the determination of the value of the company of TRANSPORTES SRL to 2016 ?. It has three objectives: to describe the economic and financial situation the Company TRANSPORTES S.R.L; determine the cash flows generated by the company TRANSPORTES S.R.L.; measure the value of the company by using the discounted cash flow method.

The purpose is to study how to value a company with the discounted cash flow method because this is the conceptually correct valuation method, this method is not used in all companies, usually used by transnational corporations and in developed countries, This was done in order for partners to know how much your company costs and can make better decisions to increase its value.

Our research is descriptive - explanatory, so we did not consider hypotheses, and a non - experimental method was used. For the development of the investigation and to know the estimated value of the company, a collection of information was carried out, starting with interviews with the manager and the heads of area of the operative and accounting part, obtaining from them valuable information for the study. In addition, the Financial Statements were used, as well as information on future investments to be made by the company. With all this information, the analysis of the Financial Statements and the projection of the future flows were made with the purpose of developing the discounted flow method to know the value of the company.

After having developed the discounted cash flow method, we conclude that this is the best method for valuing a company, since it uses future income streams at an appropriate discount rate, that way we can know what the value of the company is in study, in this case the value of the company is TRANSPORTES SRL is S/ 55,375,604, taking into account the value of the assets of S/ 87'678,697.32, the respective discount rate and the CPPC (WACC) of 10.28%.

ÍNDICE GENERAL

DEDICATORIA	ii
AGRADECIMIENTO	iii
RESUMEN	iv
ABSTRACT	v
I. INTRODUCCIÓN	10
I.1. Realidad Problemática.....	10
I.2. Pregunta de Investigación.....	12
I.3. Objetivos de la Investigación.....	12
I.3.1. Objetivo General:.....	12
I.3.2. Objetivos Específicos:.....	12
I.4. Justificación de la Investigación.....	13
I.5. Alcance de la Investigación:.....	13
II. MARCO TEÓRICO	13
II.1. Antecedentes:.....	13
II.2. Base Teórica:.....	16
II.2.1. Consideraciones Generales sobre la Valoración de Empresas.....	16
II.2.1.1. El Precio y el Valor.....	16
II.2.1.2. Valoración de una Empresa.....	17
II.2.1.3. Motivos para una Valoración de Empresas.....	17
II.2.1.4. Propósitos de una Valoración de Empresas.....	18
II.2.2. Métodos de Valoración de Empresas.....	18
II.2.3. Métodos de Valoración Estáticos.....	19
II.2.3.1. Valor Contable.....	20
II.2.3.2. Valor Contable Ajustado.....	20
II.2.3.3. Valor de Liquidación.....	21
II.2.3.4. Valor Sustancial.....	21
II.2.4. Métodos de Valoración Dinámicos.....	22
II.2.4.1. Valor de los beneficios (PER).....	23
II.2.4.2. Valor de los dividendos.....	24
II.2.4.3. Múltiplo de las ventas.....	24
II.2.4.4. Métodos basados en el descuento de flujos de caja.....	25
II.2.4.5. APV Adjusted Present Value.....	34
II.2.4.6. Método del valor subjetivo.....	34

II.2.4.7.Método del valor bursátil	35
II.2.5. Métodos mixtos o métodos compuestos	35
II.2.5.1.Método del valor medio	35
II.2.5.2.Método de amortización del valor del negocio	35
II.3. Marco Conceptual:.....	35
III.HIPÓTESIS	37
IV.DESCRIPCIÓN DE MÉTODOS Y ANÁLISIS	37
IV.1. Tipo de Investigación:.....	37
IV.2. Diseño de la Investigación:	37
IV.3. Población y Muestra:	38
IV.3.1. Población:	38
IV.3.2. Muestra:.....	38
IV.3.3 Técnicas e Instrumentos:	38
IV.3.3.1 Método y Diseño	38
IV.3.3.2 Técnicas	41
V. RESULTADOS	43
V.1 Descripción de la situación económica y financiera de la empresa de Transportes S.R.L	43
V.2 Determinación de los Flujos de caja que genera la empresa Transportes S.R.L ...	47
V.3 Medición del valor de la empresa Transportes S.R.L.....	53
VI. DISCUSIÓN	55
VII. CONCLUSIONES.....	57
Bibliografía	66

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1. Métodos de Valoración de Empresas	19
Tabla 2. Ventajas e Inconvenientes de los métodos estáticos y dinámicos.....	23
Tabla 3. Tasas de Descuento para los Flujos de Fondos.....	26
Tabla 4. Etapas básicas de una Valoración por Descuento de Flujos.....	27
Tabla 5. Ventajas e inconvenientes de los métodos de descuento de flujos	28
Tabla 6. Cálculo de los Flujos de Caja	30
Tabla 7. Cash flow y Tasa de descuento	31
Tabla 8. Tasa de descuento y método de flujo de fondos	32
Tabla 10. Secuencia Lógica, Fuentes de Información, Técnicas, Herramientas y Tratamiento de los Datos	42
Tabla 11. Análisis Financiero Horizontal y Vertical de la empresa Transportes S.R.L.....	43
Tabla 12. Estados Financieros Anuales.....	44
Tabla 13. Análisis de Ratios	46
Tabla 14. Proyección de Inversiones, Depreciación y Amortización Locales Existentes...48	
Tabla 15. Inversiones Proyectos Locales Nuevos	48
Tabla 16. Depreciación Nuevas Inversiones	50
Tabla 17. Ventas Proyectadas.....	51
Tabla 18. Proyección de Capital de Trabajo.....	52
Tabla 19. Flujo de Caja Descontado.....	53
Tabla 20. Valor de Patrimonio	53
Tabla 21. Tasa de Descuento.....	54
Tabla 22. CPPC (WACC)	54
Tabla 23. Valor Actual.....	54
Tabla 24. Estado de Resultados Histórico	60
Tabla 25. Balance General Histórico	61
Tabla 26. Plan de Inversiones Locales.....	62
Tabla 27. Drivers Balance General y EG y P	63

Tabla 28. Drivers de Activos y Pasivos Corrientes Operativos	63
Tabla 29. Estado de Ganancias y Pérdidas Proyectado.....	64

I. INTRODUCCIÓN

I.1. Realidad Problemática

Actualmente la valoración de empresas es muy importante ya que gracias a ello podemos encontrar el valor de una empresa en marcha, a través de conocimientos técnicos y la experiencia necesaria para aproximar un rango de valores, porque estas tienen más valor de lo que se puede ver reflejado en sus estados financieros; la empresa también tiene un valor por sus conocimientos, por el producto que ofrecen, etc., las mismas que no están reflejados en las cuentas contables.

Valorar una empresa es un proceso donde se asignan valores a las cosas, tratando de determinar el grado de beneficios que esta reportará a los socios o accionistas, con la finalidad que ellos puedan tomar las mejores decisiones de inversión.

La administración financiera es una disciplina que nació de la economía a principios del siglo XIX, pero que se orientó al manejo del dinero al interior de las empresas; desde entonces ha venido desarrollándose y convirtiéndose en una disciplina cada vez más madura y aplicada al entorno de las empresas. (Correa S. P., 2013)

Con la llegada en el siglo XX de conceptos como flujo de caja libre, EVA MVA, costos de capital, gerencia basada en el valor y la implementación del concepto de estrategia en todos los niveles de la organización, comienzan los cambios en los métodos de valoración de las empresas. La globalización lleva a que los empresarios quieran conocer el valor de su empresa, lo cual permita tomar diferentes decisiones. (Vidarte, 2009).

El valor de una empresa se deriva de la habilidad de ésta misma para generar cash flow. Pero el cash flow en el que se basa el retorno sobre una inversión. (Tom Copeland, 1994)

Durante los últimos años, el crecimiento de la economía peruana ha generado un incremento en el empleo, por ende un bienestar por parte de los peruanos. Así mismo, podemos indicar que se ha experimentado un crecimiento sostenible en las principales ciudades del país. (Perea & Segura, 2016)

Por consiguiente, existe un proceso de urbanización, crear y mejorar vías de comunicación terrestre, no solo en las principales ciudades sino a nivel nacional; esto ha permitido la aceleración de la venta de vehículos motorizados y el crecimiento de la demanda de transporte de carga, público e interprovincial. (Beltrán Villavivencio, 2012)

Analizando los métodos de valoración, con sus características y limitaciones, se llegó a la conclusión que el método más adecuado es el método de flujo de caja descontado, ya que indica que la empresa no vale por lo que el propietario considera que es su valor, sino por lo que el mercado está dispuesto a ofrecer, y el mercado lo ofrecerá en función de su valor de liquidación o de su capacidad de generar fondos directa, o indirectamente luego de la adquisición. (Terra, 2008)

En el mismo sentido, Salinas, analiza varios métodos de valoración para conocer las ventajas y desventajas de cada uno, ya que cada método tiene sus pros y sus contras. Llega a la conclusión que el método de flujo de caja descontado es el más adecuado y el más utilizado, porque son menos dependientes de las tendencias diarias del mercado y pretenden estimar el valor "fundamental" o "intrínseco" del negocio en términos absolutos. Por consiguiente, la actitud actual del mercado no afecta la valoración tan fuertemente como en el caso de las valoraciones relativas, consiguiendo estimaciones más precisas a largo plazo, aunque sea discutible. (Salinas Quero, 2006)

Otra investigación, utiliza el método de flujo de caja descontado para valorizar la empresa en estudio porque éste método permite determinar si una inversión será factible o no, al analizar los flujos de años anteriores que posee la empresa y proyectarlos a futuro. (Falconi, 2013)

En este contexto, las empresas ubicadas en la Región La Libertad, si bien es cierto contribuyen al crecimiento económico, lo hace en su mayoría en base a la actividad informal, sin embargo existen estrategias de diferenciación entre ellas que los pasajeros hoy en día buscan en una empresa de transportes servicio óptimo y seguro. (Loayza, 2015)

Tal es el caso de la empresa, objeto de estudio, la cual es una empresa de Transportes de la Ciudad de Trujillo, que inició sus operaciones comerciales de transporte de pasajeros en 1992, con el objetivo de satisfacer una creciente demanda de servicios de calidad en el transporte interprovincial de pasajeros en el norte del país, además está dedicada y orientada permanentemente a la atención de las necesidades del pasajero desde brindar información de itinerarios y reservas; hasta la venta del pasaje, los cuales se pueden realizar en Oficinas, Call Center, delivery y a través de una Página Web.

En la actualidad su flota de buses está comprendida por 94 unidades, siendo 79 para transporte interprovincial de pasajeros, haciendo las rutas hasta el sur, Lima, y hasta el norte, Talara, y 6 unidades han sido asignadas para transporte de personal; además cuenta con el servicio de transporte de carga y encomiendas con reparto, contando para ello con 9 cargueros, y adicionalmente realiza el servicio de giros.

La empresa cuenta con un total de 815 colaboradores en todas sus agencias.

Actualmente la empresa tiene una participación en el mercado de transporte interprovincial del 15%, del cual solamente está cubriendo un 88%.

Uno de los principales objetivos de las empresas es ganar dinero en el presente y a través del tiempo. Si una compañía no es capaz de generar suficiente utilidad económica estaría en duda su supervivencia. Las organizaciones que tienen bajos o nulos beneficios no son atractivas para sus inversores potenciales, y para saber si la empresa está siendo rentable o no, utilizamos la contabilidad tradicional, pero ésta ha perdido su capacidad de demostrar a través de los estados contables la verdadera capacidad de las empresas para generar utilidades y proyectarse al futuro, y por consiguiente no nos da a conocer el valor de la empresa.

La contabilidad informa respetando ciertos parámetros contables, si la empresa ha obtenido ganancias o pérdidas a lo largo de un período; pero ese resultado contable ¿es un indicador de valor?, nos indica ¿cuánto vale la empresa?, posiblemente no, mucho menos nos dice cuánto vale la empresa.

La valoración de empresas, si bien es cierto es común en las grandes empresas porque están en constante proceso de compra y venta, sin embargo la valoración de empresas es una práctica poco común en las pequeñas y medianas empresas. Éste es el caso de esta empresa de Transportes de la Ciudad de Trujillo, que fue creada hace más de dos décadas, pero en la actualidad no se sabe con certeza su valor, su evolución o el crecimiento de este valor, información que para los participacionistas sería muy importante, para poder tomar decisiones de inversión, posibles fusiones, transferencias entre otras.

Es por eso que la presente tesis propone una evaluación de la empresa para obtener el diagnóstico y poder conocer el valor de ésta, para ello se realizará un análisis de valoración de la empresa. La valoración, en la actualidad, constituye una herramienta fundamental dentro del proceso de desarrollo de las empresas, por tal motivo los administradores financieros, deben emitir informes de la valoración empresarial y ésta puede servir como referencia para una negociación, y para saber cuánto vale su empresa.

Existen diversos métodos para valorar una empresa en marcha; por tanto, se seleccionará el método adecuado y se espera que el valor obtenido refleje los rendimientos futuros que pueda generar la empresa TRANSPORTES S.R.L, conllevando a una toma de decisiones estratégicas óptimas y eficientes por parte de sus accionistas.

I.2. Pregunta de Investigación

¿Cómo el método de flujo de caja descontado permite determinar el valor de la empresa de TRANSPORTES S.R.L al año 2016?

I.3. Objetivos de la Investigación

I.3.1. Objetivo General:

Analizar cómo el método de flujo de caja descontado permite determinar el valor de la empresa de TRANSPORTES S.R.L al año 2016

I.3.2. Objetivos Específicos:

- i. Describir la situación económica y financiera de la empresa Transportes S.R.L.
- ii. Determinar los flujos de caja que genera la empresa de Transportes S.R.L.
- iii. Medir el valor de la empresa mediante el uso del método de flujo de caja descontado.

I.4. Justificación de la Investigación

a. Justificación teórica:

La presente investigación encuentra su justificación teórica en los métodos y teorías más utilizados para valorar empresas por descuento por flujos. En él se menciona 10 métodos para utilizar diferentes flujos y que la valoración de la empresa bajo el método de descuento de flujos siempre será el mismo valor. Porque todos los métodos analizan la misma realidad bajo las mismas hipótesis; sólo difieren los flujos que toman como punto de partida para la valorización. (Fernandez, 2008)

b. Justificación práctica:

La presente investigación encuentra su justificación práctica dado que ayudará a mejorar la satisfacción de la Gerencia y los colaboradores internos de la empresa TRANSPORTES S.R.L.

I.5. Alcance de la Investigación:

El presente estudio es descriptivo, por lo que describirá la realización de la Valoración de una empresa de Transportes de Transportes Interprovincial de Pasajeros de la Ciudad de Trujillo, que no cotiza en el Mercado de Valores.

Por ser descriptivo tiene un alcance en el avance preliminar que servirá de base para futuras investigaciones que profundicen el conocimiento.

La investigación abarca a una empresa de Transportes Interprovincial de Pasajeros de la Ciudad de Trujillo.

II. MARCO TEÓRICO

II.1. Antecedentes:

En la investigación de **Noristz Flores & Sarmiento Matamoros (2015)**, quienes estudiaron el valor de la empresa en su situación actual realizando proyecciones de los estados financieros a 10 años. Para lo cual utilizaron los principales métodos basados en el Balance o Valor Contable, el método de perpetuidad, el método de flujos de fondos descontados con gradiente cruzado y el método de descuento de los flujos de fondos con gradiente. El método con el cual se valoró la empresa fue el descuento de los flujos de fondos, basandose en el pronóstico detallado y cuidadoso para cada periodo de cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de los flujos de la empresa, llegando así a la conclusión que la opción más adecuada es el método de Flujo de caja descontado con gradiente cruzado porque permitió identificar la capacidad que tiene la empresa para generar ingresos sin embargo; dejó claro que la valoración de una empresa depende mucho del momento mismo de la valoración, los

factores externos, perspectivas del negociador, la percepción sobre el futuro del sector, estrategias y otras variable que afecten directamente a la negociación.

El estudio de **Gil (2012)**, tuvo como proposito estimar el valor de una compañía que no cotiza en el mercado de valores, de un mercado emergente como es Argentina, para ello utilizó el método de flujo de caja descotado ayudando así a estimar el valor aproximado de la empresa, conjuntamente con varias matrices de sensibilidad del valor ante cambio en las variables, llegando a la conclusión que se puede realizar valorizaciones en países emergentes utilizando técnicas y modelos de valuación de empresas de países desarrollados, como es el método de flujo de caja descontado.

Asimismo **Blanco Pascual (2013)**, analizó cuál es el valor intrínseco y como el entorno de la crisis económica afecta a la forma en que los mercados perciben a una de las empresas más fuertes de España en estos momentos, para lo cual compararon 3 métodos, el modelo de flujo de caja, el modelo de descuento de dividendos, y el método por múltiplos de empresas comparables, aun habiendo utilizado estos 3 métodos y llegando a la misma conclusión los resultados obtenidos a partir del flujo de caja descontado y del descuento de dividendos son más relevantes. El método de valoración reactiva no es el adecuado para valorar esta empresa, ya que dentro del grupo de comparables, existen entidades que desarrollan paralelamente líneas de negocio no relacionadas, y éstas disminuyen su grado de comparabilidad.

En el trabajo de **Mantilla Alzamora (2011)**, el propósito de esta investigación es que los accionistas conozcan el valor de su empresa para así poder tener elementos de juicio que les permita tomar desiciones, para ello utilizaron el método de valoración de Descuento de Flujos de Caja Libres, ya que este permite valorar la empresa por su capacidad de generar flujos futuros. Para el cálculo del valor residual se trabajó con la perpetuidad de Gordon determinando de esta manera el valor de la empresa, en primer lugar en un entorno con las condiciones normales para su desempeño, y con el fin de determinar la sensibilidad de los resultados se evaluó el valor de la empresa en un escenario optimista y pesimista. Considerando así que este método es el más adecuado, ya que permite valorar la empresa en su conjunto, como un negocio en marcha, es decir por su capacidad de generar flujos, considerando en primer lugar un entorno con las condiciones normales para su desempeño, y aplicando luego escenarios optimista y pesimista.

La conlcusión de **(Barrios, 2013)** es que analizando diferentes métodos de valuación y verificando las ventajas y desventajas de cada una de ellas, se llegó a la conclusión que actualmente se utiliza con mayor interés los métodos basados en el descuento de los flujos futuros y los múltiplos de compañías comparables por estar relacionadas con la generación de fondos en el futuro de las empresas. En donde la valorización de empresas depende más de los conocimientos técnicos y la experiencia de quien hace el análisis, para aproximarse a un rango donde se encuentra el valor del negocio.

Según **(Correa S. P., 2013)** evaluó la influencia ejercida por los resultados de los indicadores en la valorización de las instituciones privadas de educación básica usando el método de Flujo de caja libre descontado comparándolo con el método EVA, llegó a la conclusión que ambos métodos recogen coherentemente los aspectos generadores de valor. Y que comparando los resultados de ambos métodos, se concluye que el método EVA es el que mejor se ajustaría a las condiciones de cada colegio ya que entrega información que permite identificar el costo de los activos operativos y compararla con la utilidad operativa que se puede generar cada año con dichos activos. Permitiendo que su evaluación anticipadamente la pertinencia de una mayor inversión en estos activos.

En el trabajo de **(Arce, 2007)** se llegó a conocer el valor de una empresa de transportes y servicios generales utilizando el método de Descuento de Flujos de Caja futuro; su análisis interno y externo muestra que la empresa tuvo buenos resultados en sus últimos cinco años. El escenario propuesto estuvo acorde con el comportamiento histórico de la empresa y también de su mercado; para efectos de proyección numérica de las principales variables se utilizaron valores inferiores a los mostrados en el pasado, por lo que la proyección de los futuros resultados será en un escenario conservador el que le da un alto grado de confiabilidad a los resultados. La tasa de descuento que se utilizó en el estudio se calculó a partir del costo promedio ponderado de capital, utilizando información de la empresa; a este costo de capital se le agregó un premio al riesgo con el objetivo de tomar en cuenta el riesgo inherente a la empresa. La actualización de los flujos futuros de la empresa entregó un valor mayor al obtenido con capitales propios y externos que financian a la empresa, a este excedente se le puede considerar como el valor de los activos intangibles de la empresa.

Según **(Vidarte, 2009)** el flujo de caja descontado es el de mayor utilización porque constituye el único método de valorización conceptualmente correcto, pues considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos, y para obtener el valor de la empresa se calculó el valor actual de dichos fondos utilizando una tasa de descuento apropiada, de acuerdo con el riesgo y las volatilidades históricas. Si la valoración se realiza con base en el EVA, es menester señalar que la valoración resultante debe ser igual al valor obtenido por flujos de caja descontados y además realizar para las dos metodologías un análisis por escenarios que nos permitan determinar el rango según el cual se va a determinar finalmente el precio de la empresa.

En el estudio de **(Valls Martínez, 2001)** concluyó que existe una gran variedad de métodos de valoración a disposición. Se debe determinar, en cada caso concreto, dependiendo de las características peculiares ante las que se encuentre, el más idóneo. Por lo que habrá que seleccionar algunos de ellos. Una buena elección sería calcular el valor de rendimiento (preferentemente a través de los flujos de tesorería) y contrastarlo con el del activo neto real y con el resultado arrojado por algún método comparativo, sin perder nunca de vista el valor de cotización- valor de mercado-, La cifra que arroje un determinado modelo será siempre considerada teniendo en cuenta la calidad de los datos que se imputen a sus parámetros. Es

evidente que, si introducimos en una fórmula datos desacertados el resultado lo será igualmente. Así pues, mucho más importante que la elección del método de valoración a emplear es la determinación de los parámetros que van a participar en el proceso de evaluación.

II.2. Base Teórica:

II.2.1. Consideraciones Generales sobre la Valoración de Empresas

II.2.1.1. El Precio y el Valor

El concepto de valor generalmente tiende a confundirse con el concepto de precio, ya que en algunos casos ambos términos suelen ser utilizados como sinónimos, sin embargo, para el estudio en el campo de la valoración de empresas es necesario distinguir lo que se entiende por valor y lo que se define como precio. (Reina Cruz, 2014)

Afirman que la valoración de una empresa no implica necesariamente la existencia de una transacción, por lo que pueden existir diferencias entre el precio y el valor que se estime para una empresa. Asimismo, se debe tener en cuenta que el precio es el resultado de una transacción efectuada de acuerdo a las consideraciones subjetivas realizadas por el comprador y el vendedor en la negociación, en base a una oferta y a una demanda existente en el mercado. Por tanto, el concepto de valor resulta ser menos concreto que el concepto de precio debido a que la palabra valor sugiere una connotación más abstracta y teórica, por el contrario, el significado de precio indica algo más tangible. (Alonso & Villa, 2007)

Frente al concepto de precio, el valor de una empresa puede existir sin que sea necesario un cambio de propiedad. El concepto de valor se fundamenta principalmente en una apreciación teórica calculada en base a la utilidad que los compradores y los vendedores de las empresas pueden obtener de ellas. (Reina Cruz, 2014)

El proceso de valoración es realizado por un valorador que sustituye a compradores y vendedores, en el cual se traducen a unidades monetarias los componentes objetivos que caracterizan al bien y cuyo cálculo se elabora por medio de los principios y métodos de valoración. (Reina Cruz, 2014).

Por ejemplo, si una compañía se encuentra en un posible proceso de venta, se entenderá como valor de sus acciones a la cifra producto de la valoración teórica derivada de la aplicación de un determinado modelo o método de cálculo, sin embargo, al efectuarse el proceso de negociación entre las partes interesadas, el

precio acordado entre compradores y vendedores podría resultar diferente al valor teórico calculado previamente. (Reina Cruz, 2014)

Siendo así, se establecen que las relaciones de mercado entre compradores y vendedores generan diferencias entre precio y valor, debido a que si el número de vendedores es igual o mayor al de compradores, el precio generalmente será inferior al valor, mientras que, si en el mercado existen más compradores que vendedores, el precio normalmente será superior al valor. (Sanjurjo & Reinoso, 2003)

II.2.1.2. Valoración de una Empresa

Se define de forma general la valoración de una empresa 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”. (Sanjurjo & Reinoso, 2003)

También afirman que: “la valoración de empresas busca la cuantificación, en una unidad de medida homogénea (unidades monetarias), de los elementos que forman el patrimonio de la empresa, de su actividad, de su potencialidad y otras características destacables”. (Alonso & Villa, 2007)

Los autores citados anteriormente concuerdan en que el proceso de valoración de una empresa busca cuantificar los elementos que conforman su patrimonio, la actividad que realiza, el potencial que posee y cualquier otra característica que se pueda valorar, entregando como resultado final la estimación del valor de la empresa en unidades monetarias. (Reina Cruz, 2014)

II.2.1.3. Motivos para una Valoración de Empresas

Se define que (Sanjurjo & Reinoso, 2003) un proceso de valoración de empresas puede ser motivado por razones internas y externas, las primeras buscan obtener un determinado valor para los gestores de la compañía, mientras que las segundas surgen por la necesidad de demostrarle a un tercero el valor de la compañía con miras a su posterior negociación y venta. Entre las razones internas para una valoración de empresas se encuentran las siguientes:

- Conocer la evolución del patrimonio de la empresa.
- Evaluar la posibilidad de emitir deuda.
- Analizar la capacidad de endeudamiento.
- Diseñar las políticas de dividendos.

Mientras que las razones externas que motivan una valoración de empresas se enlistan a continuación:

- Transferir total o parcialmente la propiedad de la compañía.
- Considerar transacciones de fusiones y adquisiciones.
- Solicitar préstamos a instituciones del sistema financiero.

II.2.1.4. Propósitos de una Valoración de Empresas

Se demostró que (Fernández, 2004) una valoración sirve para distintos propósitos, un extracto de los mismos se enuncian a continuación:

- Indica al comprador el precio máximo a pagar por la empresa y al vendedor el precio mínimo por el que debe vender.
- Justifica el precio de las acciones que se ofrecen al público cuando la compañía decide salir a la bolsa.
- Cuantificar la creación de valor atribuible a los administradores de la empresa evaluando su gestión.
- Identificar los principales impulsores de valor (Value Drivers), así como sus fuentes de creación y destrucción de valor.
- Generar información para la toma de decisiones estratégicas sobre la continuidad de las unidades de negocio de la empresa.

II.2.2. Métodos de Valoración de Empresas

Los métodos de valoración de empresas pueden clasificarse en dos grandes grupos: simples y compuestos. Los métodos de valoración simples consideran el presente o el futuro de la empresa de forma individual, mientras que los métodos de valoración compuestos combinan el presente y el futuro del negocio. (Alonso & Villa, 2007)

A continuación se presenta una clasificación de los principales métodos de valoración de empresas enmarcados en los enfoques mencionados anteriormente:

Tabla 1. Métodos de Valoración de Empresas

Métodos	Valoración	Valor	Fundamentos
Simples	Estática	<ul style="list-style-type: none"> • Contable • Sustancial • Liquidación • Reposición 	Balance de Situación
	Dinámica	<ul style="list-style-type: none"> • Rendimiento (dividendos, beneficios, flujos de caja libre, flujos de caja de los recursos propios) 	Cuenta de Resultados
		<ul style="list-style-type: none"> • Subjetivo 	Rentabilidad de la empresa, según los planes del agente económico.
		<ul style="list-style-type: none"> • Bursátil 	Balance e Información Bursátil.
Compuestos	Métodos Mixtos (componentes de valoración estática y dinámica en distintos supuestos)	<ul style="list-style-type: none"> • Valor medio • Amortización del negocio • Remuneración al valor sustancial 	Balance de Situación y Rentabilidad de la empresa

Fuente: Alonso, R., & Villa, A. (2007). *Valoración de empresas. Teoría y casos prácticos* (p.28). Madrid, España.

II.2.3. Métodos de Valoración Estáticos

Se menciona que (Fernández, 2004) estos métodos, tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación del valor de su patrimonio. Se trata de métodos tradicionales que consideran que el valor de una empresa radica fundamentalmente en su balance. La valoración de una empresa obtenida desde esta perspectiva es estática, es decir, no tiene en cuenta la posible evolución futura de la empresa, el valor temporal del dinero, la inflación, ni otros factores que

también le afectan como pueden ser: la situación del sector, problemas de recursos humanos, de organización, contratos, la variable riesgo, etc., que no se ven reflejados en los estados contables.

Los métodos estáticos se basan en el patrimonio contable de la empresa, es decir, los activos a su coste de adquisición y los pasivos a su valor de reembolso, por lo tanto definen el valor como la suma de todos los elementos patrimoniales, previamente valorados. Estos métodos no son muy utilizados ya que se basan en el presente y pasado de la empresa, sin considerarla un ente vivo, que espera generar un flujo de beneficios en el futuro.

II.2.3.1. Valor Contable

Se precisó que (Fernández, 2004) este método también es conocido como valor teórico, valor en libros o patrimonio neto de la empresa; se define como el valor de los recursos propios que aparecen en el balance, es decir, el excedente que existe entre los bienes y derechos que le pertenecen a la empresa y el total de las deudas que tiene con terceros.

Este método toma el valor del patrimonio contable, es decir se realiza una sumatoria de todos los activos que pertenecen a la empresa y se restan todos los pasivos. El valor contable es considerado como un punto de referencia que por lo general no es tomado como el valor verdadero de la empresa, debido principalmente a que no incluyen los activos intangibles que no estén registrados, por ejemplo: la productividad del equipo humano y adicionalmente no refleja la capacidad de la empresa de producir riqueza en el futuro.

Otra crítica para este método es que se encuentra en su propio criterio de definición, ya que los criterios contables están sujetos a cierta subjetividad y se diferencian de los criterios llamados de mercado, de forma que prácticamente nunca coincide el valor contable con el valor de mercado.

$$\text{Valor Contable} = \text{Valor del Activo} - \text{Valor del Pasivo}$$

II.2.3.2. Valor Contable Ajustado

Se ha demostrado que (Sanjurjo & Reinoso, 2003) este método también es llamado valor patrimonial ajustado; trata de solucionar el problema de la aplicación de criterios contables en la valoración, se define como la diferencia entre el valor real de los activos de una empresa y el valor actual de la liquidación de sus deudas, por medio del ajuste del valor de las partidas del balance a valores más cercanos a la realidad.

$$\text{VCA} = \text{Activo Real a precio de mercado} - \text{Psivo a precio de mercado}$$

El método del valor contable ajustado o corregido consiste en la actualización de los elementos que constituyen el balance actual de una empresa, sustituyendo los valores que figuran en el balance por los actuales y en su caso, aquéllos valores que hayan seguido un determinado criterio de valoración y deban ser objeto de ajuste.

Este método busca principalmente ajustar los valores del activo y del pasivo histórico, según balance, a su valor de mercado, a través de revaluaciones y realizando depuraciones de los activos y pasivos.

II.2.3.3. Valor de Liquidación

Se comprobó que (Alonso & Villa, 2007) método de valoración se utiliza en situaciones en las cuales la empresa procede a su liquidación, es decir, vende todos sus activos y cancela todas sus deudas, por lo tanto, consiste en establecer el valor de realización o venta de los activos y deducir los pasivos exigibles y los gastos de liquidación que la terminación del negocio podría originar.

$$VL = \text{Valor Contable Ajustado} - \text{Gastos de liquidación del negocio}$$

Este tipo de valoración se plantea cuando la empresa cierra, por tanto no hay la posibilidad de continuidad y por tanto el valor se identifica con el mínimo que se puede obtener.

El valor de liquidación de una empresa parte del supuesto que la misma cesará sus actividades, por lo que sus recursos serán vendidos de manera inmediata en el mercado, y a la vez las obligaciones de la firma también serán efectivizadas de forma inmediata. El resultado económico de esta operación, deduciendo los gastos incurridos en dicho proceso, corresponderá al valor del patrimonio restante y reflejará el valor de liquidación que la empresa posee.

II.2.3.4. Valor Sustancial

Se demostró que (Sanjurjo & Reinoso, 2003) este método de valoración representa la inversión que debería realizarse para constituir un negocio en idénticas condiciones al de la empresa que se está valorando, se conforma por el valor real de todos los bienes y derechos utilizados en la operación del negocio y se excluyen todos los activos que no sean utilizados en la operación debido a que se considera que no generan valor ni aportan utilidad para la empresa.

Esta valoración, considera los costes o inversión necesaria para constituir una empresa en idénticas condiciones, desestimando lo que no es necesario para la empresa. Consiste en utilizar el valor de reposición en valores actuales, que corresponden a todos los elementos que comprenden el activo, considerando

solamente los bienes y derechos indispensables para la explotación, o coste necesario para obtener la producción.

Dicho de otra forma, el valor sustancial es aquél que corresponde al coste de poner en funcionamiento una empresa de las características similares a la que está en valoración, de no existir ésta. Se suelen utilizar tres tipos de valor sustancial:

- Valor sustancial bruto, es el activo valorado a precio de mercado.
- Valor sustancial neto, o activo neto corregido, es el valor sustancial bruto menos el pasivo.
- Valor sustancial bruto reducido, es el valor sustancial bruto menos el valor de las deudas sin coste (habitualmente proveedores, acreedores, no se considerarían las deudas con entidades financieras).

II.2.4. Métodos de Valoración Dinámicos

Se informó que (Fernández, 2004) los métodos dinámicos se basan en la búsqueda del valor de una empresa a través de la estimación de los flujos de fondos futuros que ésta sea capaz de generar y definen al valor como el resultado de la actualización de los rendimientos futuros que se espera obtener del negocio.

Para la obtención de los flujos futuros, los métodos dinámicos se basan en la determinación de hipótesis detalladas de todas las partidas financieras relacionadas con la generación de dichos flujos. Posteriormente, se proyectan dichas partidas el número de ejercicios que se desee y se actualizan los resultados finales a través de una tasa de descuento apropiada para cada flujo de fondos.

Estos métodos, tratan de valorar la empresa a través de la cuenta de resultados, que recoge las diferencias surgidas en el transcurso de un período contable entre las corrientes de ingresos y gastos imputables al mismo.

- No sólo recoge el dato numérico del beneficio o la pérdida, sino que desgranando sus componentes se llega a conocer el porqué de dicho resultado. Así pues, analizando la cuenta de resultados de una empresa y su composición, se puede analizar aspectos como si la gestión de una empresa es adecuada, si se generan recursos de forma interna, evolución de la actividad operativa de la misma e importancia de los gastos financieros.

También, es posible valorar una empresa a partir de indicadores como los dividendos o el volumen de ventas, sin embargo, hay que tener en cuenta que las variables de beneficios y dividendos son manipulables, y la valoración de una empresa a través del volumen de ventas no considera aspectos importantes relacionados con la evolución de ese crecimiento.

- **Ventajas e Inconvenientes de los Métodos Estáticos y Dinámicos**

Ambos métodos, estáticos y dinámicos, tienen ventajas e inconvenientes:

Tabla 2. Ventajas e Inconvenientes de los métodos estáticos y dinámicos

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

Fuente: Sanjurjo, M., & Reinoso, M. (2003). *Guía de valoración de empresas (p.82)*. Madrid, España.

II.2.4.1. Valor de los beneficios (PER)

Se demostró que (Sanjurjo & Reinoso, 2003) este método de valoración considera que el valor de una empresa se calcula a través del valor presente de los beneficios proyectados futuros, aplicando un factor de capitalización definido en base al riesgo, el costo de capital y las expectativas de crecimiento que espera obtener la empresa. (Sanjurjo & Reinoso, 2003)

$$PER = \frac{\text{Precio de mercado}}{\text{Beneficio}}$$

A diferencia de los métodos anteriores, este método contempla a la empresa desde un punto de vista dinámico, pues tienen en cuenta el futuro del negocio, tratando de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de su rentabilidad futura y con énfasis en las cuentas del estado de resultados, con poco interés en las cuentas del balance general.

II.2.4.2. Valor de los dividendos

Se mencionó que (Alonso & Villa, 2007) los inversores adquieren las acciones de una empresa con el objetivo de percibir beneficios en forma de dividendos, los cuales constituyen el único flujo de caja periódico que recibe el accionista. Este método de valoración considera que el valor de la acciones es el valor actual neto de los dividendos que se obtienen a lo largo de la vida de la empresa.

$$\text{Valor de la acción} = \frac{\text{Dividendo por acción repartido por la empresa}}{\text{Rentabilidad Exigida}}$$

De cualquier otra manera la capitalización de los dividendos será un método cuestionable de valoración. Las razones son varias. En primer lugar, en la realidad de la empresa habitualmente genera una mayor cantidad de fondos que los específicamente destinados al pago de dividendos, de hecho estos suelen ser solo una porción de la totalidad de los flujos generados por la empresa. De esta manera pretender valorar una empresa basándose solamente en una porción de los ingresos que genera es, en la mayoría de los casos, además de una forma simplificadora en exceso, un método que lleva a resultados erróneos.

En segundo lugar, las empresas que pagan mayores dividendos no obtienen como consecuencia de ello un crecimiento en la cotización de sus acciones, de manera que basarse en los dividendos sería una vez más, una forma discutible de valorar las acciones de una empresa.

De todos modos si se utilizan los dividendos en forma consistente, los métodos ya vistos permiten aproximar el valor de las acciones de la empresa (VC). La tasa de descuento apropiada será la tasa de rentabilidad requerida por los accionistas para la inversión en las acciones de la empresa valorada.

II.2.4.3. Múltiplo de las ventas

Se demostró que (Alonso & Villa, 2007) este método de valoración es el resultado de la multiplicación de las ventas por un número que depende del sector de actividad y de la coyuntura económica del momento. En teoría, si una empresa vende más será más rentable.

$$\text{Múltiplo de Ventas} = \frac{\text{Precio bursátil}}{\text{Ventas}}$$

Para este método de valoración se puede utilizar como benchmark un múltiplo de referencia de empresas del mismo sector, sin embargo, en economías pequeñas y en mercado bursátiles poco desarrollados los márgenes de ganancias y ventas que generan las empresas que cotizan en bolsa pueden no reflejar completamente la situación económica del mercado.

II.2.4.4. Métodos basados en el descuento de flujos de caja

Se demostró que (Fernández, 2000) estos métodos se basan en la búsqueda del valor de una empresa a través de la estimación de los flujos de fondos futuros que ésta sea capaz de generar y definen al valor como el resultado de la actualización de los rendimientos futuros que se espera obtener del negocio.

Para la obtención de los flujos futuros, estos métodos se basan en la determinación de hipótesis detalladas de todas las partidas financieras relacionadas con la generación de dichos flujos. Posteriormente, se proyectan dichas partidas el número de ejercicios que se desee y se actualizan los resultados finales a través de una tasa de descuento apropiada para cada flujo de fondos.

En la actualidad los métodos de valoración más utilizados son los basados en el descuento de flujos de fondos o cash flows. Ello se debe principalmente, a que consideran a la empresa como un ente generador de flujos de fondos, y para obtener una valoración de la misma se calcula el valor actual de dichos flujos utilizando una tasa de descuento apropiada. El valor de las acciones de una compañía proviene de la capacidad de la misma para generar riqueza para los inversores.

A través de estos métodos, que se basan en el pronóstico detallado y cuidadoso, para cada periodo, de cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de Cash Flows correspondientes a las operaciones de la empresa, el valor de la empresa, se determina mediante la estimación de los flujos de caja que generará en el futuro, para luego obtener una valoración en el momento actual mediante la aplicación de una tasa de descuento apropiada según el riesgo de los mismos.

Tabla 3. Tasas de Descuento para los Flujos de Fondos

Flujo de Fondos	Tasa de Descuento Apropriada
CFac. Flujo de fondos para los accionistas	Ke. Rentabilidad exigida para los accionistas
CFd. Flujo de fondos para la deuda	Kd. Rentabilidad exigida para la deuda
FCF. Flujo de fondos libre	WACC. Coste ponderado de los recursos (deuda y acciones)
CCF. Capital cash flow	WACC antes de impuestos

Fuente: Fernández, P. (2000). Creación de valor para los accionistas (p. 102). Barcelona, España.

a. Proceso de valoración por medio de Descuento de Flujos de Caja

Las etapas fundamentales en un proceso de valoración por medio de descuento de flujos son las siguientes:

Tabla 4. Etapas básicas de una Valoración por Descuento de Flujos

1. Análisis histórico de la empresa y del sector	
<p>A. Análisis financiero</p> <p>Evolución de las cuentas de resultados y balances</p> <p>Evolución de los flujos generados por la empresa</p> <p>Evolución de las inversiones de la empresa</p> <p>Evolución de la financiación de la empresa</p> <p>Análisis de la salud financiera</p>	<p>B. Análisis estratégico competitivo</p> <p>Evolución del sector</p> <p>Evolución de la posición competitiva de la empresa</p> <p>Identificación de la cadena de valor</p> <p>Posición competitiva de los principales competidores</p> <p>Identificación de los inductores de valor (value drivers)</p>
2. Proyecciones de los flujos futuros	
<p>A. Previsiones financieras</p> <p>Cuenta de resultados y balances</p> <p>Flujos generados por la empresa</p> <p>Inversiones</p> <p>Financiación</p> <p>Valor terminal</p> <p>Previsión de varios escenarios</p>	<p>B. Previsiones estratégicas y competitivas</p> <p>Previsión de la evolución del sector</p> <p>Previsión de la posición competitiva de la empresa</p> <p>Posición competitiva de los principales competidores</p>
	<p>C. Consistencia de las previsiones de flujos</p> <p>Consistencia financiera de las previsiones</p> <p>Comparación de las previsiones con las cifras históricas</p> <p>Consistencia de los flujos con el análisis estratégico</p>
3. Determinación del coste (rentabilidad exigida) de los recursos	
<p>Para cada unidad de negocio y para la empresa en su conjunto:</p> <p>Coste de la deuda</p> <p>Rentabilidad exigida a las acciones</p> <p>Coste ponderado de los recursos</p>	

4. Actualización de los flujos futuros

Actualizar flujos previstos a su tasa correspondiente
 Valor actual del valor terminal
 Valor de las acciones

5. Interpretación de resultados

Comparación del valor obtenido con el valor contable
 Benchmarking del valor obtenido: comparación con empresas similares
 Análisis de sensibilidad del valor a cambios en los parámetros fundamentales
 Identificación de la creación de valor prevista
 Sostenibilidad de la creación de valor (horizonte temporal)
 Justificación estratégica de la creación de valor prevista

Fuente: Fernández, P. (2000). *Creación de valor para los accionistas* (p. 104). Barcelona, España.

b. Ventajas e Inconvenientes de los Métodos de Descuento de Flujos

Aseguran que los métodos de flujo de caja descontados son los más correctos conceptualmente, y por ende los utilizados con mayor frecuencia. Sin embargo, durante su aplicación se presentan algunas ventajas e inconvenientes, mismas que se detallan a continuación: (Sanjurjo & Reinoso, 2003)

Tabla 5. Ventajas e inconvenientes de los métodos de descuento de flujos

Ventajas	Inconvenientes
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Basa el valor de la empresa en su capacidad para generar rentas futuras, teniendo en cuentas las inversiones necesarias para obtener dichos resultados. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Incertidumbre que genera todo establecimiento de hipótesis. ▪ Sensibilidad de las hipótesis.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Facilita la valoración por unidades de negocio. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Estimación de los ingresos futuros.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Incorpora el riesgo, tanto el operativo como el financiero, al análisis del negocio. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Determinación del coste de los recursos
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Tiene en consideración el dinero corriente y el constante. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Cálculo del valor residual.
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Evita la falta de homogeneidad de la información contable. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Cálculo de las hipótesis de reinversión de los flujos generados.

Fuente: Sanjurjo, M., & Reinoso, M. (2003). *Guía de valoración de empresas* (p.117). Madrid, España.

c. Método general para el descuento de flujos

Los distintos métodos basados en los descuentos de flujos de fondos parten de la expresión:

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

Siendo:

CF_i = flujo de fondos generado por la empresa en el periodo *i*

V_n = Valor residual de la empresa en el año *n*

k = tasa de descuento, actualización

apropiada para el riesgo de los flujos de fondo

En esta fórmula se supone una tasa constante para la totalidad de la vida de los activos que generen los flujos de fondo. Aunque a simple vista pueda parecer que la fórmula anterior está considerando una duración temporal de los flujos, esto no es así, ya que una valoración correcta del valor residual de la empresa en el año *n* (*V_n*) nos llevará a descontar flujos futuros a partir de ese período. (Sanjurjo & Reinoso, 2003)

d. Descuento de flujos de caja libre

Se demostró que (Sanjurjo & Reinoso, 2003) los flujos de caja o flujos de fondos libres reflejan los recursos financieros generados por las operaciones que realiza la empresa, sin tener en cuenta las deudas con instituciones financieras y una vez deducidos los impuestos fiscales.

Este método consiste en descontar los flujos de caja libres al Costo Ponderado de los Recursos (WACC), ya que los flujos de caja libres pertenecen a todos los proveedores de financiación de la empresa, siendo estos ajenos (deuda) y recursos propios (acciones).

e. Descuento de flujos de caja disponible para los accionistas

Los flujos de caja de los recursos propios son los recursos financieros que resultan después de haber pagado a los proveedores de financiación ajena. Este método consiste en actualizar los flujos de caja de los recursos propios a una tasa de rentabilidad exigida a las acciones (*K_e*). (Sanjurjo & Reinoso, 2003)

f. Descuento de flujos de caja de capital

Los flujos de caja de capital también conocidos como capital cash flow son aquellos flujos de fondos disponibles para los poseedores de la deuda más los fondos disponibles para las acciones, se diferencia de los flujos de caja libres ya que se actualizan a una tasa de descuento antes de impuestos denominada WACC antes de impuestos. (Sanjurjo & Reinoso, 2003)

g. Cálculo de los flujos de caja

Se determinó que (Fernández, Creación de Valor para los accionistas, 2000) dentro de la metodología de los flujos de caja descontados se consideran todos los flujos de caja futuros disponibles para reenumerar los proveedores de capital con independencia del resultado contable y que se paguen o no dividendos.

Los métodos de DFC se diferencian entre sí principalmente por un tratamiento distinto de la deuda y los efectos fiscales de la misma. Cada flujo de caja parte del valor contable de la Utilidad después de Intereses e Impuestos, para mediante la adición y sustracción de diferentes posiciones, tanto contables como no contables, llegar al flujo de caja respectivo.

El siguiente cuadro muestra la forma en la que se calculan los diferentes flujos de caja: el cash flow contable, el cash flow disponible para los accionistas (CFac), el free cash flow (FCF) y el capital cash flow (CCF).

Tabla 6. Cálculo de los Flujos de Caja

			UDII
			+ amortización
			- aumento del activo circulante neto
			- inversiones en activo fijo
			+ valor contable de los activos retirados o vendidos
			- aumento de los gastos amortizables
			- devolución de la deuda
			+ aumento de la deuda
			+ intereses + intereses*(1-T)
= Cash flow contable	= Cash flow accionista	= Capital cash flow	= Free cash flow
	Equity approach		Entity approach

Fuente: Fernández, P. (2000). *Creación de valor para los accionistas* (p. 146). Barcelona, España.

Tanto el cash flow contable como el cash flow disponible para los accionistas son métodos para valorar directamente el patrimonio de la empresa (equity-approach), mientras los métodos del free cash flow y del capital cash flow se dirigen hacia el valor de la empresa en su totalidad (entity-approach).

El cash flow contable es el más sencillo de todos en su cálculo, debido a que sólo se suma la amortización del periodo a la UDII para llegar al flujo de caja. Este método todavía está muy cercano conceptualmente al método de los beneficios contables, debido a que no se concentra en flujos de efectivo sino más en el concepto contable de ingresos y gastos, para determinar un sacrificio contable en vez de financiero para llegar a los ingresos.

Los cash flow de los accionistas, free cash flow y capital cash flow traducen la UDII en flujos ciertos de efectivo para expresar los sacrificios financieros (salidas de efectivo) necesarios para llegar al beneficio de la empresa, dicho beneficio expresado en entradas de efectivo disponibles para los proveedores de capital propio y ajeno, en el caso del free cash flow y del capital cash flow, o para los proveedores del capital propio (patrimonio), en el caso del cash flow disponible para los accionistas.

Cabe destacar, que la tasa de descuento está en función del flujo utilizado. Las tasas aplicadas son: el rendimiento mínimo exigido por los proveedores del capital propio (R_e), el costo promedio ponderado de capital antes de impuestos ($WACC_{BT}$) y el costo promedio ponderado de capital después de impuestos ($WACC$).

Tabla 7. Cash flow y Tasa de descuento

Método	Tasa de Descuento	Fórmula
Cash flow contable (CF)	K_e	$V_o = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{CFC_i}{(1 + ke_i)^i}$
Cash flow disponible para los accionistas (CF_{ac})	K_e	$V_o = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{CFac_i}{(1 + ke_i)^i}$
Capital cash flow (CCF)	$WACC_{BT}$	$V_o = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{CCF_i}{(1 + WACC_{BTi})^i}$
Free cash flow (FCF)	$WACC$	$V_o = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{FCF_i}{(1 + WACC_i)^i}$

Fuente: Fernández, P. (2000). *Creación de valor para los accionistas* (p. 40 y 45). Barcelona, España.

h. La determinación de la tasa de descuento

Se determinó que (Fernández, 2000) todos los modelos de valoración de empresas basados en flujos futuros requieren una tasa de descuento, la cual depende del modelo escogido. El siguiente cuadro resume las tasas de descuento requerido para cada uno de los métodos presentados.

Tabla 8. Tasa de descuento y método de flujo de fondos

Tasa de descuento	Métodos en donde se emplea
K_e	Beneficios Contables,
	Dividendos esperados,
	Cash flow contable (CFC)
	Cash flow disponible para los accionistas (Cfac)
WACC	Capital cash flow (CCF)
	Free cash flow (FCF)
	EVA

Fuente: Fernández, P. (2000). *Creación de valor para los accionistas* (p. 40).

Barcelona, España.

- **El cálculo de k_e**

Según el modelo de precios de activos de capital o Capital Asset Pricing Model (CAPM), el rendimiento requerido de los inversionistas sobre un activo i (R_{ei}) se compone de una tasa libre de riesgo (R_f) más una prima por asumir un riesgo mayor (prima de riesgo). Esta prima de riesgo está en función del rendimiento del mercado (R_m) y de un Coeficiente Beta (β_i) que representa el riesgo sistemático de la empresa.

$$R_i = R_f + \beta_i (R_m - R_f)$$

Dónde:

$$\beta_i = \frac{COV(R_i, R_m)}{VAR(R_m)}$$

El riesgo no sistemático, o riesgo específico, de la empresa no se considera debido a que mediante la diversificación del portafolio, el inversionista, en teoría, puede deshacerse de este riesgo.

El CAPM está basado en el supuesto de que el precio de una acción y el rendimiento requerido por parte de los inversionistas están únicamente en función del mercado.

- **El cálculo de WACCBT y WACC**

Una vez que se conozca el rendimiento requerido por parte de los proveedores del capital propio, se puede, introduciendo el costo promedio ponderado del capital ajeno (k_d), calcular el costo de capital promedio ponderado antes de impuestos (WACCBT) y después de impuestos (WACC).

$$WACC_{BT} = \frac{E * k_e + D * k_d}{E + D}$$

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

Dónde:

$E = \text{valor de patrimonio}$

$D = \text{valor de la deuda financiera}$

En el caso de deuda no transada en el mercado bursátil, k_d equivale a la tasa de interés contractualmente definido o a las condiciones de contratos de deuda similares, mientras, para títulos de deuda transados en el mercado bursátil, se debe calcular k_d en función de las condiciones de los pagos de interés y la amortización y el precio de mercado de dicho título.

Un problema del cálculo del costo de capital promedio ponderado es que, para calcular WACCBT y WACC, se necesita el valor de la deuda y del patrimonio.

Mientras el valor de la deuda es fácil de calcular, el cálculo del valor real del patrimonio es objetivo de la valoración de empresas. Es decir, para calcular el valor de la empresa mediante los métodos de los futuros flujos descontados orientados hacia el entity-approach, se requiere el costo de capital promedio ponderado que, por otro lado, requiere el valor del patrimonio para su cálculo.

i. Determinación de Valor Residual

Se definió que (Fernández, 2000) es el valor atribuido al negocio a partir del último período específicamente proyectado. Se podría definir como una renta perpetua. En la práctica se suele calcular mediante la actualización

de los flujos esperados a partir del final del horizonte temporal utilizado en las previsiones, con lo que se estaría considerando una renta infinita.

Normalmente todas las empresas tienen vocación de permanencia como negocio. Razonablemente la empresa ha de seguir viva después de nuestro escenario proyectado de la explotación, ya sea cinco o diez años. Por ello es preciso introducir el concepto del valor residual. Este permite de alguna manera subsanar el déficit temporal de los flujos ya que lo que trata de determinar es un valor de dichos flujos de forma permanente.

$$VR = \frac{FC_n * (1 + g)}{k - g}$$

Siendo:

VR = Valor Residual

FC = Flujo de último año proyectado

g = Crecimiento del flujo a partir del año n

k = Tasa de actualización

II.2.4.5. APV Adjusted Present Value

Se informó que (Alonso & Villa, 2007) este método fue sugerido por primera vez por Stewart Myers, se basa en aplicar la metodología básica del descuento de flujos de caja a los flujos generados por el Negocio y a los flujos de caja debido al ahorro fiscal.

Los flujos de caja generados por el negocio se calculan como una proyección futura de los flujos de caja libre, pero se descuentan a una tasa que contempla la situación de la empresa sin deuda, suponiendo que los recursos hubieran sido generados únicamente con recursos propios, mientras que, los flujos de caja debido al ahorro fiscal se actualiza al costo de la deuda sin tener en cuenta los impuestos.

II.2.4.6. Método del valor subjetivo

Este método consiste en valorar a la empresa de acuerdo a la rentabilidad que espera obtener un sujeto o inversor específico, en base a sus expectativas y costos de oportunidad, por lo tanto, el valor se establece para una persona en particular, dando como resultado el que existan diferentes valores de acuerdo al

sujeto o inversor que espera adquirir las acciones de la compañía. (Alonso & Villa, 2007)

II.2.4.7.Método del valor bursátil

Este método de valoración también es conocido como valor de capitalización y consiste en multiplicar la cotización de mercado de las acciones de la empresa por el número de acciones con que cuenta su capital social, la cotización de la acción podría ser la que corresponde a la fecha de valoración, sin embargo, habitualmente se utiliza con el promedio de un período de tiempo establecido previamente. (Alonso & Villa, 2007)

II.2.5. Métodos mixtos o métodos compuestos

Refieren a estos métodos como aquellos que agregan componentes de valoración estática y dinámica, es decir, que considerando la rentabilidad de la empresa se añade su valor sustancial. Los métodos compuestos se pueden clasificar principalmente en dos grupos: el método del valor medio y método de amortización del negocio. (Alonso & Villa, 2007)

II.2.5.1.Método del valor medio

Este método incorpora la incertidumbre aproximando el valor de rendimiento al valor sustancial, para lo cual, calcula al valor de la empresa como el promedio de ambos valores. (Alonso & Villa, 2007)

II.2.5.2.Método de amortización del valor del negocio

Supone que el valor del negocio tiende a desaparecer, por lo tanto, el valor del negocio se amortiza, dando como resultado que la expectativa de beneficio promedio de la empresa disminuya a causa de la cuota de amortización. (Alonso & Villa, 2007)

II.3. Marco Conceptual:

Actividad económica: Para la economía y las finanzas, una actividad es cualquier proceso que ocurre de manera organizada con el fin último de generar productos, o también bienes y servicios, que en un contexto dado contribuirán al progreso económico de un grupo, sociedad o nación.

Estado de Situación: También se conoce como balance general o balance contable. El balance general es una fotografía de la empresa en un momento determinado, donde se resume lo que posee (activos), lo que adeuda (pasivos) y la diferencia entre dos conceptos (capital contable de la empresa). Es decir, nos mostrará lo que la empresa tiene y las formas de financiamiento.

Estado de Resultados: Se le conoce como cuenta de Ganancias y Pérdidas. Podemos decir que es el video de las operaciones que realizó la empresa desde un “antes” hasta un “después”, donde se puede medir el desempeño de un negocio durante un lapso determinado.

Estados Financieros: Los podemos definir como un registro formal de las actividades financieras de una empresa, persona o entidad. En el caso de una empresa, los estados financieros básicos son toda la información financiera pertinente, presentada de una manera estructurada y en una forma fácil de entender. Por lo general incluyen cuatro estados financieros básicos, acompañados de una explicación y análisis.

Finanzas Corporativas: Para iniciar una empresa, se realiza una inversión en varios activos tales como inventarios, maquinaria, tierra y mano de obra. La cantidad de efectivo que invierte en los activos debe corresponder a una cantidad igual en efectivo derivada del financiamiento. Cuando empiece a vender la empresa generará efectivo. Ésta es la base de la creación del valor. El propósito de la empresa es crear un valor para el accionista o propietario, que se refleja en el marco del modelo simple de balance general de la empresa.

Flujo de Caja: Indicador que permite a la empresa determinar el alcance del objeto básico financiero.

Flujo De Caja Descontado: Método para calcular la capacidad de la empresa de generar riqueza en el futuro, trasladando esos flujos a valor presente, descontando una tasa equivalente al costo de capital y restando los pasivo o descontado el flujo de caja de los dueños con su costo de oportunidad.

Tasa Interna De Retorno: Rentabilidad que ganan los fondos que permanecen invertidos en un proyecto.

Valoración de Empresas: Es el valor estimado que no necesariamente llevará a determinar un monto exacto y único, también interviene la situación de la empresa, el momento del análisis y el método a utilizarse.

Valor Presente Neto (VPN): El Valor presente neto es uno de los métodos básicos que toma en cuenta la importancia de los flujos de efectivo en función del tiempo. Consiste en encontrar la diferencia entre el valor actualizado de los flujos de beneficio y el valor, también actualizado, de las inversiones y otros egresos de efectivo.

III.HIPÓTESIS

“No todas las investigaciones llevan hipótesis, según sea su tipo de estudio (investigaciones de tipo descriptivo) no las requieren, es suficiente plantear algunas preguntas de investigación.” (Amador, 2009)

Por lo expuesto por el autor anteriormente citado, el presente informe de tesis por ser de carácter descriptivo no lleva hipótesis, por no ser necesaria, ya que no vamos a realizar ninguna suposición o comprobación.

IV.DESCRIPCIÓN DE MÉTODOS Y ANÁLISIS

IV.1. Tipo de Investigación:

La investigación se clasifica en aplicada, ya que se aplicarán métodos para realizar la valoración de una empresa de transportes interprovincial de pasajeros.

Es una investigación descriptiva – explicativa, la misma que se clasifica en tres ya que está dirigida al estudio del fenómeno objeto de estudio en el pasado (histórica) se analiza cómo ha sido el desenvolvimiento del mismo en el presente (transversal) y se proyecta hacia el futuro por lo que es longitudinal.

Es una investigación cuantitativa, se centra fundamentalmente en los aspectos observables y susceptibles de cuantificación del método de Valoración de empresas.

IV.2. Diseño de la Investigación:

La presente investigación utilizó un Diseño No Experimental. Es decir, se trata de estudios en los que no hacemos variar en forma intencional las variables independientes para ver su efecto sobre otras variables. Lo que hacemos en la investigación no experimental es observar fenómenos tal como se dan en su contexto natural, para analizarlos (The SAGE Glossary of the Social and Behavioral Sciences, 2009b). (Hernández Sampieri, Fernández Collado, & Baptista Lucio, 2014)

En este caso es un Diseño no experimental transaccional descriptivo, ya que indagan la incidencia de las modalidades, categorías o niveles de una o más variables en una población, son estudios puramente descriptivos. (Hernández Sampieri, Fernández Collado, & Baptista Lucio, 2014).

IV.3. Población y Muestra:

IV.3.1. Población:

La población lo constituyen las actividades económicas financieras de la empresa de transporte interprovincial de la ciudad de Trujillo, la misma que es un Sociedad de Responsabilidad Limitada.

Actividades Económicas Financieras
Venta de Pasajes
Traslado de carga y/o encomiendas

IV.3.2. Muestra:

La muestra lo constituyen las actividades económicas financieras de la empresa de transporte interprovincial de la ciudad de Trujillo, TRANSPORTES S.R.L, durante el periodo 2016.

IV.3.3 Técnicas e Instrumentos:

IV.3.3.1 Método y Diseño

Para poder evaluar y cumplir los objetivos trazados en este estudio se utilizó como fuente de información directa, es decir, se recopiló los datos contables históricos de la empresa Transportes S.R.L, de los últimos tres años desde el año 2013 hasta diciembre 2015. Para la recopilación de información se utilizó entrevistas con el gerente, área de contabilidad y con el jefe de operaciones, solicitando diversos datos relevantes para la valoración. Se procedió con las fases fundamentales del método de flujo de caja descontado.

1. Análisis de datos históricos.

El primer paso para valorar una empresa consiste en analizar sus datos históricos. Un adecuado conocimiento de sus rendimientos pasados nos proporcionó una perspectiva fundamental para efectuar y evaluar las proyecciones financieras futuras.

2. Elaboración de proyecciones financieras.

Una vez analizados los datos históricos de la empresa se pasó a efectuar proyecciones sobre los resultados futuros de la misma. La clave estuvo en conseguir el máximo entendimiento sobre las variables críticas (inductores) de

generación de valor de la empresa en el futuro. (Y su impacto en el crecimiento y en la rentabilidad sobre el capital invertido)

3. Cálculo de los flujos de caja

Para determinar el valor de las acciones de una empresa pueden seguirse caminos alternativos que conducen al mismo resultado, pero que es necesario distinguir para no confundirlos en una aplicación concreta. Nos referimos a la valoración de la empresa a través del flujo de caja para las acciones (ECF) descontado al coste de los recursos propios o del capital (K_e) o al flujo de caja libre (FCF) descontado al coste medio ponderado del capital (WACC).

Formula:

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

Cálculo del coste de la deuda (K_d)

Tanto los suministradores de fondos ajenos (entidades financieras) como los accionistas esperan ver compensado su coste de oportunidad de haber invertido sus fondos en una determinada empresa, en lugar que en otras con un riesgo equivalente. El coste medio ponderado del capital (WACC) es el tipo de descuento utilizado para convertir el futuro cash flow libre esperado en su valor actual para todos los inversores.

$$WACC = K_e \frac{CAA}{CAA + D} + K_d(1 - T) \frac{D}{CAA + D}$$

K_e : Tasa o de costo de oportunidad de los accionistas. Se utiliza para obtenerla el método CAPM o es descuento de los dividendos futuros.

CAA: Capital aportado por los accionistas

D: Deuda financiera contraída

K_d : Costo de la deuda financiera

T: Tasa de impuesto a las ganancias

4. Cálculo del Costo de Capital (K_e)

Se encuentra en la literatura financiera tres aproximaciones fundamentales para estimar la tasa de rentabilidad exigida a las acciones o el coste esperado del capital.

- ✓ El modelo 'Risk Premium'.
- ✓ El modelo del descuento del flujo de caja
- ✓ Los modelos de determinación del precio de los activos de capital, entre los que podemos destacar el Capital Asset Pricing Model (CAPM)

$$K_s(\text{ponderado}) = k_s * \frac{E}{V}$$

E = Valor de mercado del capital.

V = Valor de mercado de la deuda + Valor de mercado del capital.

5. Determinación del coste medio ponderado del capital (WACC)

Calcularemos el WACC el cual mide el costo de la financiación que utiliza la empresa, es decir, el promedio de los rendimientos exigidos por los accionistas y los prestamistas de los fondos o media ponderada de los costos de las fuentes de financiación que financian el capital invertido.

Formula:

$$WACC = \frac{E * K_e + D * K_d * (1 + T)}{K - g}$$

6. Estimación del valor Residual (VR)

La vida de los activos [capital invertido] de una empresa no es infinita. Sin embargo, una de las hipótesis básicas que se asume en todos los modelos de valoración es que la vida de la compañía es indefinida; si bien es preciso destacar que a partir de cierto momento la continuidad de la misma no añade valor para el accionista. Dado que no es posible estimar los flujos de caja libre siempre, es necesario fijar un horizonte temporal limitado de estimación de los flujos de caja libre esperados y determinar un valor [denominado valor residual o terminal] que refleje todos los flujos de caja libre más allá del horizonte temporal limitado de estimación. La estimación del valor residual, así considerada, depende de una cuidadosa valoración de la posición competitiva de la compañía al final del período cubierto por el horizonte temporal proyectado.

$$VR = \frac{EC_n * (1 + g)}{k - g}$$

7. Resumen de la valoración de la empresa (cálculo del valor de los fondos propios y del valor del activo neto)

Conocido el movimiento del flujo de caja para el accionista (ECF) durante el período planificado y el coste del capital de los fondos propios (Ke) de cada año, sólo resta estimar el valor residual (VT) de los fondos propios de acuerdo con el procedimiento antes señalado para determinar el precio de mercado de éstos. De este modo, el valor intrínseco de las acciones (E) se obtiene descontando al momento de la

valoración el flujo de caja del accionista (ECF) de cada año y el valor residual (VT) estimado como una renta perpetua creciente a una tasa g , al coste de los recursos propios (K_e).

Otra opción es estimar el valor del activo neto (V) descontando al momento de la valoración el flujo de caja libre (FCF) de cada año y el valor residual (VT) como una renta perpetua creciente a una tasa g , al coste medio ponderado del capital (WACC).

$$K_e = R_f + [E[R_m] - R_f] * b$$

IV.3.3.2 Técnicas

Para la recolección de datos se utilizó la técnica de observación y la entrevista al gerente general, gerente de operaciones y al contador de la empresa, teniendo como informantes o fuentes de información a los señores encargados del área de contabilidad y del área de operaciones, el análisis documental está conformado por los documentos financieros contables, documentos de operaciones que se encuentran clasificados cronológicamente en el archivo de la oficina principal.

✓ De recolección

- Entrevista: Permite conocer los aspectos más importantes de la empresa, así como la situación de la empresa, la cual será brindada por las personas encargadas del área de contabilidad y de operaciones.

La entrevista será abierta, ya que aquí los informantes nos contarán como es que opera la empresa en la cual laboran.

- Observación de Campo: Mediante esta conoceremos la situación actual de la empresa, y la operatividad de la misma.

✓ De procedimiento

- Estadística: Analiza y cataloga la información histórica de la empresa.

IV.3.3.3 Instrumentos

✓ De recolección

- Guía de entrevista: Permite manejar la entrevista para obtener información más relevante.
- Fuente: Gerente General, Jefe de Operaciones y el Contador de la empresa Transportes S.R.L.

Tabla 9. Secuencia Lógica, Fuentes de Información, Técnicas, Herramientas y Tratamiento de los Datos

Secuencia Lógica u Objetivos	Fuentes de Información	Técnicas	Herramientas	Tratamiento de los Datos
Elaborar el diagnóstico financiero de una empresa de Transportes de la Ciudad de Trujillo para establecer la situación y condiciones actuales según la información de los últimos tres años.	*Gerencia. *Jefe de Operaciones. *Área Contabilidad. *Bibliografía *Empresas del sector	*Entrevista *Revisión Documental, virtual *Benchmarking	*Guía *Entrevista *Ficha Bibliográfica	*Interpretación de la información extraída, extracción de información relevante, análisis bibliográfico.
Establecer las proyecciones de las operaciones durante los próximos cinco años, para efectos de valoración, según los datos obtenidos de los estados financieros.	*Etapa anterior *Bibliografía	*Revisión de Resultados anteriores *Revisión Documental	*Ficha Bibliográfica	*Análisis de la Información *Análisis Bibliográfico
Diseñar la propuesta de Valoración por flujo de Caja Descotado para una empresa Interprovincial de Pasajeros en la Ciudad de Trujillo	*Etapa anterior *Bibliografía	*Revisión de Resultados anteriores *Revisión Documental *Medición de Valoración	*Ficha Bibliográfica	*Análisis de información relevante

Fuente: Elaboración Propia.

V. RESULTADOS

V.1 Descripción de la situación económica y financiera de la empresa de Transportes S.R.L

Se realizó el análisis Horizontal y Vertical tomando como base los Estados Financieros de Resultados y de situación de los años 2013, 2014 y 2015, haciendo una comparación entre los mismos.

Tabla 10. Análisis Financiero Horizontal y Vertical de la empresa Transportes S.R.L

Balance General Histórico						
CONCEPTO	Análisis Vertical			Análisis Horizontal		
	2015	2014	2013	2015	2014	2013
Activo						
Activo Corriente						
Efectivo y Equivalentes de efectivo	6.63%	10.91%	13.15%	88%	132%	100%
Cuentas por Cobrar Comerciales (neto)	0.25%	0.27%	0.54%	80%	80%	100%
Otras Cuentas por Cobrar a Accionistas (neto)	0.04%	0.04%	0.06%	121%	115%	100%
Otras Cuentas por Cobrar (neto)	0.58%	0.34%	0.11%	931%	504%	100%
Gastos Contratados por Anticipado	0.58%	1.34%	3.19%	32%	67%	100%
Prov. de Cobranza Dudosa	-0.02%	-0.02%	-0.03%	100%	100%	100%
Materia Prima - Att. A Bordo	0.03%	0.30%	0.28%	19%	166%	100%
Suministros y Repuestos	1.15%	0.58%	0.56%	358%	166%	100%
Impuesto a la Renta y Activo Diferido	0.79%	0.75%	1.34%	103%	89%	100%
Otros Activos Corrientes IGV Leasing	1.07%	1.02%	1.72%	108%	95%	100%
Total Activo Corriente	11.11%	15.52%	20.91%	92.39%	118.49%	100.00%
Activo No Corriente						
Otros Activos No Corrientes IGV Leasing	1.94%	1.94%	3.30%	102%	93%	100%
Impuesto a la Renta y Activo Diferido	0.86%	0.87%	1.68%	89%	82%	100%
Activos en Arrendamiento Financiero	35.39%	31.34%	61.21%	101%	82%	100%
Inmuebles Maq. y Equipo	74.34%	71.68%	92.67%	140%	123%	100%
Activos Intangibles	0.24%	0.15%	0.23%	181%	100%	100%
Depreciación y Amort. Acumulada	-23.88%	-21.50%	-80.02%	52%	43%	100%
Total Activo No Corriente	88.89%	84.48%	79.09%	195.49%	170.48%	100.00%
TOTAL ACTIVO	100.00%	100.00%	100.00%	173.94%	159.61%	100.00%
Pasivo y Patrimonio						
Pasivo Corriente						
Sobregiros Bancarios y Prestamos Bancarios	2.26%	5.58%	3.48%	113%	256%	100%
Cuentas por Pagar Comerciales	1.49%	2.88%	4.14%	63%	111%	100%
Tributos y Aportes	0.78%	1.51%	0.68%	200%	356%	100%
Remuneraciones y Participaciones por pagar	1.54%	1.39%	1.37%	196%	162%	100%
Dividendos por pagar	0.00%	0.16%	0.00%		100%	
Obligaciones Financieras	7.11%	6.67%	11.25%	110%	95%	100%
Cuentas por Pagar diversas	0.44%	0.88%	0.41%	187%	343%	
Total Pasivo Corriente	13.62%	19.07%	21.32%	111.09%	142.77%	100.00%
Pasivo No Corriente						
Pagares Bancarios a Largo Plazo	8.09%	6.20%	13.73%	102%	72%	100%
Obligaciones Financieras a Largo Plazo	12.73%	12.69%	21.66%	102%	93%	100%
Total Pasivo No Corriente	20.82%	18.88%	35.39%	102.33%	85.17%	100.00%
Total Pasivo	34.44%	37.96%	56.71%	105.62%	106.83%	100.00%
Patrimonio Neto						
Capital	8.77%	9.55%	15.25%	100%	100%	100%
Excedente de Revaluación						
Resultados Acumulados	47.81%	42.79%	22.42%	371%	305%	100%
Resultados del Ejercicio	8.99%	9.70%	5.63%	278%	275%	100%
Total Patrimonio Neto	65.56%	62.04%	43.29%	263.43%	228.76%	100.00%
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	100.00%	100.00%	100.00%	173.94%	159.61%	100.00%

Fuente: Elaboración Propia.

Tabla 11. Estados Financieros Anuales

Estado de Resultados (Histórico)									
(En Soles)									
				Análisis Vertical			Análisis Horizontal		
	2015	2014	2013	2015	2014	2013	2015	2014	2013
Ingresos Operacionales									
Ventas Netas	91,052,395.86	84,799,917.60	78,015,327.26	100.00%	100.00%	100.00%	117%	109%	100%
Costo de Ventas	(61,835,183.36)	(61,121,750.01)	(55,289,200.72)	-67.91%	-72.08%	-70.87%	112%	111%	100%
Utilidad Bruta	29,217,212.50	23,678,167.59	22,726,126.54	32%	28%	29%	129%	104%	100%
Margen Bruto	32.09%	27.92%	29.13%						
Gastos de Ventas	(8,145,904.61)	(11,787,369.62)	(9,775,480.67)	-8.95%	-13.90%	-12.53%	83%	121%	100%
Gastos de Administración	(4,014,336.36)	(3,849,000.05)	(4,559,455.15)	-4.41%	-4.54%	-5.84%	88%	84%	100%
Cargas Excepcionales	(352,912.99)	(397,689.92)	(303,949.42)	-0.39%	-0.47%	-0.39%	116%	131%	100%
Utilidad Operativa	16,704,058.54	7,644,108.00	8,087,241.30	18%	9%	10%	207%	95%	100%
Margen Operativo	18.35%	9.01%	10.37%						
Ingresos Financieros	706,870.95	372,567.72	252,303.65	0.78%	0.44%	0.32%	280%	148%	100%
Ingresos Diversos	844,074.72	11,502,222.05	922,730.32	0.93%	13.56%	1.18%	91%	1247%	100%
Gastos Financieros	(2,072,727.36)	(3,007,907.14)	(2,399,153.13)	-2.28%	-3.55%	-3.08%	86%	125%	100%
Resultado antes de Participaciones y del Impuesto a la Renta	16,182,276.85	16,510,990.63	6,863,122.14	18%	19%	9%	236%	241%	100%
Participación de los trabajadores	(659,217.00)	(687,006.00)	(2,158,522.55)	-1%	-1%	-3%	31%	32%	100%
Impuesto a la Renta	(3,507,035.00)	(3,915,934.00)	(378,688.17)	-4%	-5%	0%	926%	1034%	100%
Utilidad (Perdida) Neta del Ejercicio	12,016,024.85	11,908,050.63	4,325,911.42	13%	14%	6%	278%	275%	100%
Margen Neto	13.20%	14.04%	5.54%						
Tasa Efectiva (Escudo Tributario Efectivo)	26%	28%	37%						

Fuente: Elaboración Propia.

Análisis Vertical

Dentro del Activo Corriente la partida con mayor participación en cada periodo es el efectivo y equivalente de efectivo, el cual ha ido disminuyendo, debido a que las cuentas por pagar también han disminuido al igual que el sobregiro bancario. Sin embargo el Activo no corriente ha aumentado debido al incremento de la flota. Siendo la partida con mayor participación dentro del Activo no corriente los Inmuebles, maquinarias y Equipos.

Se observa que la empresa no reparte dividendos dado que sus Resultados Acumulados van en aumento.

En cuanto al análisis vertical de nuestro estado de Resultados se observa que el costo de ventas ha disminuido logrando un aumento en la utilidad bruta.

Así mismo los gastos operativos y financieros han disminuido en relación al año 2013. Sin embargo no se observa mayor fluctuación del año 2014 al año 2015.

Análisis Horizontal

Dentro del estado de situación se observa que en comparación con el año base (2013) la partida con mayor variación ha sido la de Cuentas por Cobrar Cobrar; así como la de suministros y repuestos en menos proporción. Debido al aumento del servicio de transporte de personal a empresas financieras y agrícolas las cuentas por cobrar aumentaron y la política de la empresa de tener su propio almacén de repuestos, debido a que se realiza mantenimientos operativos diarios en las ciudades de Trujillo, Lima y Piura.

En las partidas del activo no corriente se observa que los Inmuebles, Maquinarias y Equipos aumentan año a año. Y que la variación más significativa se ha dado en el activo Intangible que aumentado en un 81% en comparación al año base esto por la adquisición de un software ERP

En el pasivo corriente se observa que las remuneraciones y cuentas por pagar ha aumentado en relación al año base en un 96%, debido a que el números de trabajadores ha aumentado y que las remuneraciones se cancelan los primeros días de cada mes.

En cuanto al Patrimonio de la empresa queda claro que los Resultados acumulados no se reparten aumentando en relación al año base en 271%.

En el estado de resultados se observa que las ventas han aumentado en relación al año base en 17% y que año a año aumenta en un 8.5%.

La utilidad del ejercicio 2015 aumentó en un 178% en relación al año base 2013, sin embargo en relación al año 2014 aumento en 3%.

Tabla 12. Análisis de Ratios

RATIOS			
CONCEPTO	2015	2014	2013
Pasivo Corriente	18,213,365	23,406,978	16,394,577
Activo Corriente	14,853,936	19,049,492	16,076,634
Capital de Trabajo	-3,359,429	-4,357,486	-317,944
Ventas	91,052,396	84,799,918	78,015,327
Costo de Ventas	61,835,183	61,121,750	55,289,201
Utilidad Bruta	29,217,213	23,678,168	22,726,127
Margen Bruto	32.09%	27.92%	29.13%
Utilidad Operativa (EBIT)	16,704,059	7,644,108	8,087,241
Margen Operativo	18.35%	9.01%	10.37%
Utilidad Neta	12,016,025	11,908,051	4,325,911
Margen Neto	13.20%	14.04%	5.54%
Utilidad Operativa (EBIT)	16,704,058.54	7,644,108.00	8,087,241.30
(+) Depreciación y Amortización	31,936,392.95	26,381,141.44	61,521,582.80
EBITDA	48,640,451.49	34,025,249.44	69,608,824.10
%	53.42%	40.12%	89.22%
Ventas	91,052,396	84,799,918	78,015,327
Activos Totales	133,734,175	122,719,525	76,886,826
Rotación Activos Totales	0.68	0.69	1.01
Activos totales	133,734,175	122,719,525	76,886,826
Patrimonio	87,678,697	76,139,068	33,283,103
Multiplicador apalancamiento Financiero	1.53	1.61	2.31
Escudo Tributario Efectivo	26%	28%	37%
Utilidad Operativa/Activo = ROA	12.49%	6.23%	10.52%
Utilidad Operativa*(1-t)/Activo = ROA * (1 - t)	9.27%	4.49%	6.63%
Utilidad Operativa*(1-t)/Activo = ROA * (1 - t)	9.27%	4.49%	6.63%
Utilidad Neta/Patrimonio (ROE)	13.70%	15.64%	13.00%
Margen Operativo	18.35%	9.01%	10.37%
Rotación Activos Totales	0.68	0.69	1.01
ROA	12.49%	6.23%	10.52%
Margen Neto	13.20%	14.04%	5.54%
Rotación Activos Totales	0.68	0.69	1.01
Multiplicador apalancamiento Financiero	1.53	1.61	2.31
ROE	13.70%	15.64%	13.00%
Razones de Liquidez			
- Razón de Circulante	0.82	0.81	0.98
- Cobertura de Caja (días)	43	63	52
Razones de Administración Activos (Eficiencia en activos)			
- Rotación de Cuentas por Cobrar (veces)	276.88	256.55	188.90
- Rotación de Inventarios (veces)	79.80	37.28	22.57
- Rotación de Cuentas por Pagar (veces)	0.52	0.59	0.91
- Rotación de Activos Totales	1.92	2.20	1.66
- Periodo Promedio de Cobro - PPC (días)	1.30	1.40	1.91
- Periodo Promedio de Inventarios - PPI (días)	4.51	9.66	15.95
- Periodo Promedio de Pago - PPP (días)	692.11	610.60	395.95
- Ciclo Operativo (días)	5.81	11.06	17.85
- Ciclo de Caja (días)	-686.30	-599.54	-378.10
Razones de Apalancamiento			
- Razón de Deuda (Pasivo / Activo)	34.44%	37.96%	56.71%
- Razón de Deuda Financiera (Pasivo / Activo)	22.1%	24.9%	36.4%
- Razón de Deuda Financiera Neto de Caja (Pasivo / Activo)	15.5%	14.0%	23.2%
- Razón de Deuda Proveedores (Pasivo / Activo)	1.5%	2.9%	4.1%
- Deuda a Patrimonio (Pasivo / Patrimonio)	0.53	0.61	1.31
- Deuda Financiera a Patrimonio (Pasivo / Patrimonio)	0.34	0.40	0.84
- Deuda Financiera Neto de Caja a Patrimonio (Pasivo / Patrimonio)	0.24	0.23	0.54
- Cobertura de Intereses (Ut antes Int / Int)	8.06	2.54	3.37
- Cobertura de Intereses (EBITDA / Int)	23.47	11.31	29.01
Razones de Rentabilidad			
- Margen Utilidad Bruta	32.09%	27.92%	29.13%
- Margen Utilidad Neta	13.20%	14.04%	5.54%
- Retorno sobre Inversión (Activos) ROA	12.49%	6.23%	10.52%
- Retorno sobre Patrimonio (ROE)	13.70%	15.64%	13.00%
Razones de Rentabilidad			
Utilidad Neta del Periodo	12,016,025	11,908,051	4,325,911
Dividendos			
Tasa de Reparto de Dividendos	0%	0%	0%

Fuente: Elaboración Propia

La necesidad de capital de trabajo ha aumentado para el 2015 en comparación al año 2013. Debido a la disminución del activo corriente de la compañía.

El Margen bruto aumentó debido a la disminución del costo de ventas en comparación a las ventas de cada periodo. Dejando mayor margen para el año 2015. Si analizamos los gastos operativos estos han disminuido por lo que el Margen operativo aumento a 18.35% mientras que en el año 2013 era de 10.37%.

El Margen neto también aumento en relación al año 2013 a 13.20%, debido a que hubo un incremento en el margen operativo, debido a la disminución de los gastos.

El EBITDA incrementa en 53.42% esto quiere decir que la empresa cuenta con mayor capacidad para generar beneficios.

Podemos observar que el ROA incrementa en un 6.26% en el año 2015 con respecto al año anterior, eso quiere decir que los buses han aumentado su capacidad ocupada, debido a la mayor demanda de los clientes.

El ROE, nos indica que el beneficio que retorna a los accionistas por la inversión realizada es de 13.70%.

V.2 Determinación de los Flujos de caja que genera la empresa Transportes S.R.L

Para la determinación del flujo de caja se está tomando en cuenta los siguientes supuestos:

- Adquisición de 10 buses anuales.
- Construcción y equipamiento de los locales de Lima, Piura, Mancora y Tumbes
- Tasa de Crecimiento de 6% en ventas.
- Costo de Ventas de 70%.
- Gastos de Ventas y Administración 15%
- Otros Ingresos 5.22%

**Tabla 13. Proyección de Inversiones, Depreciación y Amortización Locales Existentes
En Soles (S/)**

	1 2016	2 2017	3 2018	4 2019	5 2020	6 2021	7 2022	8 2023	9 2024	10 2025
Buses	25,741	23,682	21,787	20,044	18,441	16,965	15,608	14,360	13,211	12,154
Equipamiento	832,364	790,746	751,208	713,648	677,965	644,067	611,864	581,271	552,207	524,597
Equipos de Computo	657,108	624,253	593,040	563,388	535,219	508,458	483,035	458,883	435,939	414,142
Construcción	2,410,520	2,169,468	1,952,522	1,757,269	1,581,542	1,423,388	1,281,049	1,152,944	1,037,650	933,885
Total Inversión	3,925,733	3,608,148	3,318,557	3,054,350	2,813,167	2,592,879	2,391,556	2,207,458	2,039,007	1,884,778
Total Depreciación	8,480,946	6,460,014	4,824,230	3,256,774	1,792,011	829,060	802,999	732,036	690,606	568,625
Total Amortización	4,374	4,010								

Fuente: Elaboración Propia.

En la Tabla N° 14 se proyectó la depreciación de los activos existentes, es decir con los que la empresa ya contaba, hasta antes de realizar la proyección a los años futuros (10 años).

Tabla 14. Inversiones Proyectos Locales Nuevos En Soles (S/)

		Inversiones Projectadas Locales Nuevos Soles S/									
		1 2016	2 2017	3 2018	4 2019	5 2020	6 2021	7 2022	8 2023	9 2024	10 2025
Local Tumbes	Equipamiento	60,000	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Local Piura	Equipamiento	0	100,000	0	0	0	0	0	0	0	0
Local Mancora	Equipamiento	7,500	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sub - Total		67,500	100,000	0							
Local Tumbes	Equipos de Computo	13,728	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Local Mancora	Equipos de Computo	2,300	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Sub - Total		16,028	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Local Tumbes	Construcción	566,837	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Local Mancora	Construcción	47,000	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Local Lima	Construcción	350,000	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Local Piura	Construcción		7,000,000	0	0	0	0	0	0	0	0
Sub - Total		963,837	7,000,000	0							
10 Buses		9,770,330									
10 Buses			9,770,330								
10 Buses				9,770,330							
10 Buses					9,770,330						
10 Buses						9,770,330					
10 Buses							9,770,330				
10 Buses								9,770,330			
10 Buses									9,770,330		
10 Buses										9,770,330	
Sub - Total		9,770,330	9,770,330	9,770,330	9,770,330	9,770,330	9,770,330	9,770,330	9,770,330	9,770,330	9,770,330
Total		10,817,695	16,870,330	9,770,330							

Fuente: Elaboración Propia.

En la tabla N° 15, se detallan las inversiones que se realizarán a partir del año 2016 hasta el año 2025.

En el 2016 se realizó la construcción del terminal de Tumbes, por el mismo motivo se tuvo que invertir en equipos de cómputo y equipamiento. El terminal empezó a funcionar en el mismo año, al igual que la agencia de Máncora.

En la ciudad de Piura, se construirá el nuevo terminal, el cual abrirá las puertas al público el julio del 2017.

El terminal de la ciudad de Lima, será remodelado en el año 2016.

En el caso de los buses se compran con crédito leasing a 5 años, y la compra se realiza todos los años, debido a que su vida útil es 10 años.

Tabla 15. Depreciación Nuevas Inversiones en Soles (S/)

Año Operación	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Equipamiento										
Local Tumbes	2016	3,125.00	7,500.00	7,500.00	7,500.00	7,500.00	7,500.00	7,500.00	4,375.00	-
Local Piura	2017	-	6,250.00	12,500.00	12,500.00	12,500.00	12,500.00	12,500.00	12,500.00	6,250.00
Local Mancora	2016	390.63	937.50	937.50	937.50	937.50	937.50	937.50	546.87	-
Sub - Total		3,515.63	14,687.50	20,937.50	20,937.50	20,937.50	20,937.50	20,937.50	17,421.87	6,250.00
Equipos de Computo										
Local Tumbes	2016	1,144.00	2,745.60	2,745.60	2,745.60	2,143.27	1,300.00	1,300.00	1,300.00	1,300.00
Local Mancora	2016	191.67	460.00	460.00	460.00	360.00	220.00	220.00	220.00	220.00
Sub - Total		1,335.67	3,205.60	3,205.60	3,205.60	2,503.26	1,520.00	1,520.00	1,520.00	1,520.00
Construcción										
Local Tumbes	2016	4,723.64	11,336.74	11,336.74	11,336.74	11,336.74	11,336.74	11,336.74	11,336.74	11,336.74
Local Piura	2017	-	70,000.00	140,000.00	140,000.00	140,000.00	140,000.00	140,000.00	140,000.00	140,000.00
Local Lima	2016	2,916.67	6,416.67	6,416.67	6,416.67	6,416.67	6,416.67	6,416.67	6,416.67	6,416.67
Local Mancora	2016	979.17	2,350.00	2,350.00	2,350.00	2,350.00	2,350.00	2,350.00	2,350.00	2,350.00
Sub - Total		8,619.48	90,103.41	160,103.41						
Buses										
10 Buses	2016	1,954,066.00	1,954,066.00	1,954,066.00	1,954,066.00	1,954,066.00				
10 Buses	2017		1,954,066.00	1,954,066.00	1,954,066.00	1,954,066.00	1,954,066.00			
10 Buses	2018			1,954,066.00	1,954,066.00	1,954,066.00	1,954,066.00	1,954,066.00		
10 Buses	2019				1,954,066.00	1,954,066.00	1,954,066.00	1,954,066.00	1,954,066.00	
10 Buses	2020					1,954,066.00	1,954,066.00	1,954,066.00	1,954,066.00	1,954,066.00
10 Buses	2021						1,954,066.00	1,954,066.00	1,954,066.00	1,954,066.00
10 Buses	2022							1,954,066.00	1,954,066.00	1,954,066.00
10 Buses	2023								1,954,066.00	1,954,066.00
10 Buses	2024									1,954,066.00
10 Buses	2025									1,954,066.00
Sub - Total		1,954,066.00	3,908,132.00	5,862,198.00	7,816,264.00	9,770,330.00	9,770,330.00	9,770,330.00	9,770,330.00	9,770,330.00
Total Depreciación		1,967,536.77	4,016,128.51	6,046,444.51	8,000,510.51	9,954,576.51	9,953,874.17	9,952,890.91	9,952,890.91	9,949,375.28

Fuente: Elaboración Propia.

En la Tabla N° 16 se realizó la depreciación de los activos en los que se invertirán, se utilizó una vida útil económica de: 8 años para el equipamiento, 5 años para los equipos de cómputo y 50 años para las construcciones.

En el caso de los buses se está utilizando una vida útil de 10 años, esta información fue dada por el gerente general, ya que después de 10 años se venden o se convierten a cargueros. Sin embargo la depreciación se realiza aceleradamente en 5 años.

Tabla 16. Ventas Proyectadas En Soles (S/)

Ventas Proyectadas Nuevos Locales											
Soles S/											
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Local Tumbes		203,655	211,801.20	220,273.25	229,084.18	238,247.55	247,777.45	257,688.54	267,996.09	278,715.93	289,864.57
Local Mancora		209,767	218,157.68	226,883.99	235,959.35	245,397.72	255,213.63	265,422.17	276,039.06	287,080.62	298,563.85
Total		413,422	429,959	447,157	465,044	483,645	502,991	523,111	544,035	565,797	588,428

Ventas Proyectadas Locales Existentes											
Soles S/											
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ventas	91,052,396.00	94,694,492	98,482,271.51	102,421,562.37	106,518,425	110,779,162	115,210,328	119,818,741	124,611,491	129,595,951	134,779,788.81

Fuente: Elaboración Propia.

En la Tabla N° 17 se proyectaron las ventas a un 6% de incremento anual, se tomó dicho porcentaje por sugerencia de la gerencia de la empresa, indicando que a pesar que la empresa crece en un 8% anual aproximadamente, hay que ser mesurados y utilizar solo el 6%, para así no proyectarse a invertir en activos que luego no se pueda cumplir con las obligaciones.

Tabla 17. Proyección de Capital de Trabajo En Soles (S/)

Proyección de Capital de Trabajo											
SOLES S/											
CONCEPTO	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Activo Corriente Operativo											
Cuentas por Cobrar	328,852	792,566	824,269	857,239	891,529	927,190	964,278	1,002,849	1,042,963	1,084,681	1,128,068
Inventarios	1,582,373	7,397,282	7,687,678	7,789,734	7,887,951	7,981,870	7,846,809	8,154,832	8,474,941	8,807,612	9,153,336
Otras Cuentas por Cobrar	779,782	463,440	481,978	501,257	521,307	542,159	563,846	586,400	609,856	634,250	659,620
Gastos por Pagar Anticipado	774,913	(26,134)	(27,180)	(28,267)	(29,397)	(30,573)	(31,796)	(33,068)	(34,391)	(35,766)	(37,197)
Activo Corriente Operativo a financiar	3,465,920	8,627,154	8,966,745	9,119,963	9,271,389	9,420,646	9,343,137	9,711,012	10,093,369	10,490,776	10,903,827
Pasivo Operativo											
Cuentas por Pagar Comerciales	1,990,351	19,232,934	19,987,964	20,772,623	21,588,075	22,435,527	23,316,234	24,231,501	25,182,663	26,171,189	27,198,483
Otras Cuentas por Pagar + Imp. y Partic. Pagar	1,633,039	661,946	688,424	715,961	744,599	774,383	805,359	837,573	871,076	905,919	942,156
Ingresos Diferidos (nets)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivo Corriente Operativo	3,623,390	19,894,880	20,676,388	21,488,584	22,332,674	23,209,910	24,121,592	25,069,073	26,053,758	27,077,107	28,140,639
Capital de Trabajo Operativo	(157,470)	(11,267,726)	(11,709,643)	(12,368,621)	(13,061,285)	(13,789,264)	(14,778,456)	(15,358,061)	(15,960,390)	(16,586,331)	(17,236,812)
Inversión en Capital de Trabajo	-	(11,110,235)	(441,917)	(658,979)	(692,664)	(727,979)	(989,192)	(579,605)	(602,328)	(625,942)	(650,480)

Fuente: Elaboración Propia.

En el Tabla N° 18 se determinó el capital de trabajo por año, para ello restamos el activo corriente menos el pasivo corriente, dándonos como resultado la necesidad de capital de trabajo para todo el flujo.

Tabla 18. Flujo de Caja Descontado En Soles (S/)

FLUJO DE CAJA DESCONTADO SOLES (S/)										
CONCEPTO	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Flujo de Caja Operativo										
Utilidad Neta	2,086,152	1,701,017	1,291,710	1,510,713	1,891,345	3,454,265	4,438,932	5,516,771	6,644,305	7,903,952
(+) Depreciación y Amortización	10,452,857	10,485,516	10,885,048	11,271,658	11,760,961	10,797,308	10,770,264	10,699,301	10,654,355	10,520,839
Flujo de Caja por Operaciones	12,539,008	12,186,534	12,176,758	12,782,371	13,652,306	14,251,573	15,209,196	16,216,072	17,298,660	18,424,791
Flujo de Caja de Inversiones										
(+/-) Inversión en Capital de Trabajo	11,326,000	679,875	931,586	999,267	1,071,698	1,400,520	980,808	1,038,866	1,100,360	1,165,494
Inversión en Activos Fijos	-14,743,428	-20,978,478	-13,088,887	-12,824,680	-12,583,497	-12,363,209	-12,161,886	-11,977,788	-11,809,337	-11,655,108
Flujo de Caja de Inversiones	(3,417,428)	(20,298,603)	(12,157,301)	(11,825,412)	(11,511,800)	(10,962,688)	(11,181,078)	(10,938,921)	(10,708,977)	(10,489,614)
Flujo de Caja económico (FCF) (Sin Perpetuidad)	9,121,581	(8,112,069)	19,457	956,959	2,140,507	3,288,885	4,028,118	5,277,150	6,589,683	7,935,176
(+) Valor Residual (g = 4.00%)										130,852,175
Flujo de Caja económico (FCF) (Con Perpetuidad)	9,121,581	(8,112,069)	19,457	956,959	2,140,507	3,288,885	4,028,118	5,277,150	6,589,683	138,787,351

Fuente: Elaboración Propia

V.3 Medición del valor de la empresa Transportes S.R.L En Soles (S/)

Tabla 19. Valor de Patrimonio

CONCEPTO	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Flujo de Caja económico (FCF) (Con Perpetuidad)	9,121,581	(8,112,069)	19,457	956,959	2,140,507	3,288,885	4,028,118	5,277,150	6,589,683	138,787,351

Fuente: Elaboración Propia.

CONCEPTO	
Valor 2015	64,732,305
CPPC (WACC)	10.28%
(-) Deuda Financiera	(29,554,188)
Valor del Patrimonio	35,178,118
(+) Caja	8,872,948
Activos no Operativos	-
Valor de las acciones	44,051,065

Fuente: Elaboración Propia.

Tabla 20. Tasa de Descuento

Información	
Boa	0.62
D/K Objetivo de la empresa	0.50
Rf	5.5%
Rm - Rf	6.20%
Tasa Impuesto a la Renta	28%
Participación Trabajadores	8%
Riesgo Pais	2.09%
Kd	8.2%

Fuente: Empresa Transportes S.R.L.

Tabla 21. CPPC (WACC)

Be	0.83
Ke	12.71%
%D	33%
%K	67%
CPPC (WACC)	10.28%

Fuente: Empresa Transportes S.R.L.

Tabla 22. Valor Actual en Soles (S/)

CONCEPTO	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Flujo de Caja economico (FCF) (Con Perpetuidad)	9,121,581	(8,112,069)	19,457	956,959	2,140,507	3,288,885	4,028,118	5,277,150	6,589,683	138,787,351

Fuente: Elaboración Propia.

CPPC= 10.28%

$$VAN = \sum_{t=1}^n \frac{Vt}{(1+k)^t} - I_0$$

VA

55,375,604

VI. DISCUSIÓN

La valoración de empresas es un estudio realizado por expertos los cuales usan diferentes métodos tratando de proyectar los flujos económicos escogiendo escenarios para la valoración. Una vez encontrado el valor, éste se le ofrece a los que toman decisiones sobre la marcha de las empresas. Es por ello que se podría decir que la evaluación de valoración de empresas podría ser una guía para el comportamiento de los empresarios teniendo en cuenta que la misma se da en base a ciertos escenarios y los empresarios son los que podrían hacer que se genere los flujos monetarios previstos en la evaluación.

En el análisis horizontal y vertical realizado, en referencia a los Estados Financieros de Resultados y de Situación de los años 2013, 2014 y 2015, se hizo una comparación entre ellos, obteniendo que en el activo corriente la partida con mayor participación en cada periodo es el efectivo y equivalente de efectivo, el cual ha ido disminuyendo, debido a que las cuentas por pagar también han disminuido al igual que el sobregiro bancario. Sin embargo, el Activo no corriente ha aumentado debido al incremento de la flota. Siendo la partida con mayor participación dentro del Activo no corriente los Inmuebles, maquinarias y Equipos. La empresa no reparte dividendos, dado que sus Resultados Acumulados van en aumento.

Y en el análisis vertical del estado de Resultados se observa que el costo de ventas ha disminuido, generando un aumento en la utilidad bruta. Dentro del estado de situación se observa que en comparación con el año base (2013) la partida con mayor variación ha sido la de Cuentas por Cobrar; así como la de suministros y repuestos en menos proporción, esto nos proporciona un escenario similar al del trabajo de investigación de **(Arce, 2007)** donde se llegó a conocer el valor de una empresa de transportes y servicios Generales utilizando el método de Descuento de Flujos de Caja futuro; en el análisis interno y externo se obtuvieron buenos resultados en sus últimos cinco años, al actualizar los flujos futuros de la empresa entregó un valor mayor al obtenido con capitales propios y externos que financian a la empresa, siendo este excedente considerado como el valor de los activos intangibles de la empresa.

El Margen bruto aumentó debido a la disminución del costo de ventas en comparación a las ventas de cada período, dejando mayor margen para el año 2015. El Margen operativo aumentó a 18.35%, mientras que en el año 2013 era de 10.37% y el Margen neto también aumentó en relación al año 2013 a 13.20% en concordancia con la disminución de los gastos. Haciendo referencia al trabajo de investigación **(Correa S. P., 2013)**, el cual usa el método de Flujo de caja libre descontado comparándolo con el método EVA, concluyendo que ambos métodos recogen coherentemente los aspectos generadores de valor, pero al comparar los resultados de ambos métodos, determina que el método EVA es el que mejor se ajustaría a las condiciones de cada institución, ya que entrega información que permite identificar el costo de los activos operativos y compararla con la utilidad operativa que se puede generar cada año con dichos activos. Permitiendo que su evaluación anticipada determine la pertinencia de una mayor inversión en estos activos.

En el 2016 se realizó la construcción del terminal de Tumbes, por el mismo motivo se tuvo que invertir en equipos de cómputo y equipamiento. El terminal empezó a funcionar en el mismo año, al igual que la agencia de Máncora. En la ciudad de Piura, se construirá el nuevo terminal, el cual abrirá las puertas al público el julio del 2017 y habrá remodelaciones en el terminal de la ciudad de Lima.

La depreciación de los activos en los que se invertirán, se utilizó una vida útil económica de: 8 años para el equipamiento, 5 años para los equipos de cómputo y 50 años para las construcciones.

En el caso de los buses se está utilizando una vida útil de 10 años, esta información fue dada por el gerente general, ya que después de 10 años se venden o se convierten a cargueros. Sin embargo la depreciación se realiza aceleradamente en 5 años.

Se proyectaron las ventas a un 6% de incremento anual, se tomó dicho porcentaje por sugerencia de la gerencia de la empresa, indicando que a pesar que la empresa crece en un 8% anual aproximadamente, hay que ser mesurados y utilizar solo el 6%, para así no proyectarse a invertir en activos que luego no se pueda cumplir con las obligaciones.

Se determinó el capital de trabajo por año, para ello restamos el activo corriente menos el pasivo corriente, dándonos como resultado la necesidad de capital de trabajo para todo el flujo. Estando en concordancia con el proceso de valoración de una empresa, el cual busca cuantificar los elementos que conforman su patrimonio, la actividad que realiza, el potencial que posee y cualquier otra característica que se pueda valorar, entregando como resultado final la estimación del valor de la empresa en unidades monetarias. (Reina Cruz, 2014)

Se estableció el valor de la empresa mediante el uso del método de flujo de caja descontado, obteniendo el valor de S/. 55,375,604. Acorde a la investigación de **Noristz Flores & Sarmiento Matamoros (2015)** quienes estudiaron el valor de la empresa en su situación actual realizando proyecciones de los estados financieros a 10 años, con el método de flujo de caja descontado concertaron que este método es la opción más adecuada porque permite identificar la capacidad que tiene la empresa para generar ingresos sin embargo; deja claro que la valoración de una empresa depende mucho del momento mismo de la valoración, los factores externos, perspectivas del negociador, la percepción sobre el futuro del sector, estrategias y otras variable que afecten directamente a la negociación, asimismo en el trabajo de investigación de **Blanco Pascual (2013)** también concluye que los resultados obtenidos a partir del flujo de caja descontado y de descuento de dividendos son más relevantes.

En el artículo de **(Barrios, 2013)** concluye que analizando diferentes métodos de valuación y verificando las ventajas y desventajas de cada una de ellas, se llega a la conclusión que actualmente se utiliza con mayor interés los basados en el descuento de los flujos futuros y los múltiples de compañías comparables por estar relacionadas con la generación de fondos en el futuro de las empresas.

Por lo tanto, en el presente estudio reafirmamos que el método de flujo de caja descontado es el más idóneo y óptimo para determinar el valor de la empresa.

VII. CONCLUSIONES

Se analizó como el método de flujo de caja descontado permite determinar el valor de la empresa TRANSPORTES S.R.L al 2016., ya que se ha calculado el valor de ésta dando a conocer el mismo a los accionistas, lo cual se evidencia en:

- Del análisis realizado a los estados financieros, de los tres últimos años de la empresa, con la finalidad de poder proyectarlos, se concluyó que el margen bruto de la empresa se encuentra en un 30% promedio, el margen operativo en un 13% promedio y una utilidad neta del 11% promedio. En cuanto a la rentabilidad que la empresa tiene sobre sus activos (ROA) se concluye en un 10% promedio y en cuanto a la rentabilidad que la empresa tiene sobre el patrimonio en un 14.11% promedio en los tres últimos años.
- El valor de la empresa se calculó en función a la capacidad de la empresa de generar flujos futuros, tomando como base 3 años anteriores 2013, 2014, 2015, los mismos que nos reflejan la rentabilidad de la empresa, 5.54%, 14.04%, 13.20%.
- Se elaboró el flujo de caja descontado a 10 años futuros, el mismo que nos da a conocer que la empresa generará flujos positivos en los años evaluados, en el último año evaluado, 2025, el flujo que generará será de s/ 138,787,351.00
- Se determinó mediante el método de flujo de caja descontado que el valor de la empresa TRANSPORTES S.R.L es de S/. 55,375,604 tomando en consideración el valor del patrimonio de S/. 87,678,697.32, la tasa de descuento respectiva y el CPPC (WACC) de 10.28%.

VIII. RECOMENDACIONES

- Se recomienda a la empresa TRANSPORTES SRL, utilizar el método de flujo de caja descontado para conocer el valor de su empresa, ya que este es el método más confiable y utilizado porque se utiliza la estimación de los flujos de dinero que la empresa generará en un futuro.
- Se recomienda a la empresa mantener su costo de ventas, para ello debe continuar mejorando los procesos de las áreas que intervienen directamente en dicho costo, como es el área de atención a bordo, en cuanto a los suministros que entregan para la alimentación de los clientes, optimizando dichos recursos disminuyendo el consumo innecesario, así como también llevar un mejor control del combustible teniendo un supervisor para el llenado y control del mismo, para evitar el robo de dicho elemento.

- Elaborar un estudio de mercado para así poder enfocarse en su mercado objetivo, invertir en mayor publicidad con la finalidad de dar mayor solidez a la marca. Además ampliar con nuevas rutas su portafolio de servicios, aprovechando su concesión a Cajamarca, abarcando nuevos mercados y obteniendo nuevos clientes, así como también ampliar sus canales de ventas, como son agencias de viajes, además de relanzar su línea de call center, brindando un mejor servicio. De esta manera se generará un incremento en las ventas y mayores flujos de ventas, mejorando así el valor de la misma.

ANEXOS

ANEXO 1
Tabla 23. Estado de Resultados Histórico en Soles (S/)

Estados Financieros Anuales			
(En Soles)			
Estado de Resultados (Histórico)			
ESTADOS			
	2015	2014	2013
Ingresos Operacionales			
Ventas Netas	91,052,395.86	84,799,917.60	78,015,327.26
Costo de Ventas	(61,835,183.36)	(61,121,750.01)	(55,289,200.72)
Utilidad Bruta	29,217,212.50	23,678,167.59	22,726,126.54
Margen Bruto	32.09%	27.92%	29.13%
Gastos de Ventas	(8,145,904.61)	(11,787,369.62)	(9,775,480.67)
Gastos de Administración	(4,014,336.36)	(3,849,000.05)	(4,559,455.15)
Cargas Excepcionales	(352,912.99)	(397,689.92)	(303,949.42)
Utilidad Operativa	16,704,058.54	7,644,108.00	8,087,241.30
Margen Operativo	18.35%	9.01%	10.37%
Ingresos Financieros	706,870.95	372,567.72	252,303.65
Ingresos Diversos	844,074.72	11,502,222.05	922,730.32
Gastos Financieros	(2,072,727.36)	(3,007,907.14)	(2,399,153.13)
Resultado antes de Participaciones y del Impuesto a la Renta	16,182,276.85	16,510,990.63	6,863,122.14
Participación de los trabajadores	(659,217.00)	(687,006.00)	(2,158,522.55)
Impuesto a la Renta	(3,507,035.00)	(3,915,934.00)	(378,688.17)
Utilidad (Perdida) Neta del Ejercicio	12,016,024.85	11,908,050.63	4,325,911.42
Margen Neto	13.20%	14.04%	5.54%
Tasa Efectiva (Escudo Tributario Efectivo)	26%	28%	37%

Fuente: Elaboración Propia.

Tabla 24. Balance General Histórico

Estados Financieros Anuales			
(En Soles S/)			
Balance General Histórico			
Empresa de Transportes SRL			
CONCEPTO	2015	2014	2013
Activo			
Activo Corriente			
Efectivo y Equivalentes de efectivo	8,872,947.80	13,382,758.68	10,108,861.40
Cuentas por Cobrar Comerciales (neto)	328,851.54	330,543.78	413,007.20
Otras Cuentas por Cobrar a Accionistas (neto)	52,328.04	49,454.01	43,122.63
Otras Cuentas por Cobrar (neto)	779,782.05	422,379.35	83,737.60
Gastos Contratados por Anticipado	774,913.30	1,639,699.14	2,449,242.48
Prov. de Cobranza Dudosa	(23,160.50)	(23,160.50)	(23,160.50)
Materia Prima - Att. A Bordo	42,153.63	362,105.06	218,102.08
Suministros y Repuestos	1,540,219.08	713,417.42	430,694.84
Impuesto a la Renta y Activo Diferido	1,060,874.13	922,933.26	1,033,795.99
Otros Activos Corrientes IGV Leasing	1,425,026.84	1,249,362.14	1,319,229.86
Total Activo Corriente	14,853,935.91	19,049,492.34	16,076,633.58
Activo No Corriente			
Otros Activos No Corrientes IGV Leasing	2,596,900.47	2,374,815.76	2,539,911.40
Impuesto a la Renta y Activo Diferido	1,146,543.63	1,065,202.41	1,295,198.23
Activos en Arrendamiento Financiero	47,333,836.20	38,462,120.03	47,064,977.21
Inmuebles Maq. y Equipo	99,413,427.75	87,969,390.03	71,252,042.59
Activos Intangibles	325,924.05	179,646.27	179,646.27
Depreciación y Amort. Acumulada	(31,936,392.95)	(26,381,141.44)	(61,521,582.80)
Total Activo No Corriente	118,880,239.15	103,670,033.06	60,810,192.90
TOTAL ACTIVO	133,734,175.06	122,719,525.40	76,886,826.48
Pasivo y Patrimonio			
Pasivo Corriente			
Sobregiros Bancarios y Prestamos Bancarios	3,021,672.32	6,844,496.85	2,675,776.25
Cuentas por Pagar Comerciales	1,990,351.15	3,534,717.05	3,183,052.84
Tributos y Aportes	1,042,659.54	1,851,439.19	520,543.98
Remuneraciones y Participaciones por pagar	2,058,531.13	1,701,075.88	1,051,077.83
Dividendos por pagar	-	201,000.00	-
Obligaciones Financieras	9,509,771.69	8,190,259.27	8,648,284.23
Cuentas por Pagar diversas	590,379.24	1,083,990.11	315,842.11
Total Pasivo Corriente	18,213,365.07	23,406,978.35	16,394,577.24
Pasivo No Corriente			
Pagares Bancarios a Largo Plazo	10,819,369.17	7,605,221.53	10,558,599.17
Obligaciones Financieras a Largo Plazo	17,022,743.50	15,568,257.74	16,650,547.56
Total Pasivo No Corriente	27,842,112.67	23,173,479.27	27,209,146.73
Total Pasivo	46,055,477.74	46,580,457.62	43,603,723.97
Patrimonio Neto			
Capital	11,723,000.00	11,723,000.00	11,723,000.00
Excedente de Revaluación	-	-	-
Resultados Acumulados	63,939,672.47	52,508,017.15	17,234,191.09
Resultados del Ejercicio	12,016,024.85	11,908,050.63	4,325,911.42
Total Patrimonio Neto	87,678,697.32	76,139,067.78	33,283,102.51
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO NETO	133,734,175.06	122,719,525.40	76,886,826.48

Tabla 25. Plan de Inversiones Locales en Soles (S/)

Plan de Inversiones Locales Nuevos y Remodelación					
Ubicación	Monto	Año Inversión	Año Operación	Vida Útil Tributaria	Vida Útil Económica
Local Tumbes					
Equipamiento	60,000.00	2016	2016	5	8
Equipos de Computo	13,728.00	2016	2016	5	5
Construcción	566,837.00	2016	2016	20	50
Sub - Total	640,565				
Local Piura					
Equipamiento	100,000	2017	2017	5	8
Construcción	7,500,000	2017	2017	20	50
Sub - Total	7,600,000				
Local Lima					
Construcción	350,000	2017	2017	20	50
Sub - Total	350,000				
Local Mancora					
Equipamiento	7,500	2016	2016	5	8
Equipos de Computo	2,300	2016	2016	5	5
Construcción	47,000	2016	2016	20	50
Sub - Total	56,800				
Plan de Buses					
10 Buses	9,770,330	2016	2016	5	10
10 Buses	9,770,330	2017	2017	5	10
10 Buses	9,770,330	2018	2018	5	10
10 Buses	9,770,330	2019	2019	5	10
10 Buses	9,770,330	2020	2020	5	10
10 Buses	9,770,330	2021	2021	5	10
10 Buses	9,770,330	2022	2022	5	10
10 Buses	9,770,330	2023	2023	5	10
10 Buses	9,770,330	2024	2024	5	10
10 Buses	9,770,330	2025	2025	5	10
Sub - Total	97,703,300				
Total	106,350,665	Plan de crecimiento			

Fuente: Elaboración Propia.

Tabla 27. Drivers de Activos y Pasivos Corrientes Operativos

Drivers de Activos y Pasivos Corrientes Operativos

CONCEPTO	2013	2014	2015	2016	2017	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
	Historico					Proyectado									
					Promedio										
Cobertura de Caja (días)	52	63	43		53	53	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Periodo Promedio de Cobro - PPC (días)	2	1	1		2	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Periodo Promedio de Inventarios - PPI (días)	16	10	5		10	40	40	39	38	37	35	35	35	35	35
Periodo Promedio de Pago - PPP (días)	396	611	692		566	104	104	104	104	104	104	104	104	104	104
Ciclo Operativo	18	11	6		12	43	43	42	41	40	38	38	38	38	38
Ciclo de Caja	(378)	(600)	(686)		(555)	(61)	(61)	(62)	(63)	(64)	(66)	(66)	(66)	(66)	(66)
Otras Cuentas por Cobrar / Ventas	0.11%	0.50%	0.86%		0.49%	0.49%	0.49%	0.49%	0.49%	0.49%	0.49%	0.49%	0.49%	0.49%	0.49%
Gastos por Pagar Anticipado / Ventas	-0.03%	-0.03%	-0.03%		-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%
Otras Cuentas por Pagar + Impuestos y Partic. / Ventas	0.40%	1.28%	0.40%		0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%
Ingresos Diferidos / Ventas	0.65%	1.28%	0.40%		0.78%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

Fuente: Elaboración Propia.

Tabla 26. Drivers Balance General y EG y P

Fuente: Elaboración Propia.

CONCEPTO	DRIVERS BALANCE GENERAL y EGyP														
	HISTORICO					PROYECTADO									
	2013	2014	2015	Promedio	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
Activo															
Activo Corriente															
Efectivo y Equivalentes de efectivo (Días)	52	63	43	53	53	10	10	10	10	10	10	10	10	10	
Cuentas por Cobrar Comerciales (PPC Días)	2	1	1	2	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	
Otras Cuentas por Cobrar / Ventas	0.11%	0.50%	0.86%	0	0.49%	0.49%	0.49%	0.49%	0.49%	0.49%	0.49%	0.49%	0.49%	0.49%	
Existencias (PPI Días)	16	10	5	10	40	40	39	38	37	35	35	35	35	35	
Gastos Contratados por Anticipado / Ventas	-0.03%	-0.03%	-0.03%	(0)	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	-0.03%	
Pasivo y Patrimonio															
Pasivo Corriente															
Cuentas por Pagar Comerciales (PPP Días)	396	611	692	566	104	104	104	104	104	104	104	104	104	104	
Otras Cuentas por Pagar + Impuesto a la Renta y Participaciones Corrientes / Ventas	0.40%	1.28%	0.40%	0	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	0.70%	
Pasivo No Corriente															
Pasivo por Impuesto a la Renta y Participaciones Diferidos Ingresos Diferidos / Ventas	0.40%	1.28%	0.65%	0	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
	2,013	2,014	2,015	Promedio	2,016	2,017	2,018	2,019	2,020	2,021	2,022	2,023	2,024	2,025	
Ingresos Operacionales															
Costo de Ventas	70.87%	72.08%	67.91%	70.29%	70.00%	69.95%	69.90%	69.85%	69.80%	69.75%	69.70%	69.65%	69.60%	69.55%	
Gastos de Ventas y Adm.(*)	-60.48%	-12.67%	-21.72%	-31.62%	15.00%	14.98%	14.95%	14.93%	14.90%	14.88%	14.85%	14.83%	14.80%	14.78%	
Otros Ingresos	1.18%	13.56%	0.93%	5.22%	5.22%	5.22%	5.22%	5.22%	5.22%	5.22%	5.22%	5.22%	5.22%	5.22%	
Otros Gastos	-3.08%	-3.55%	-2.28%	-2.97%	-2.97%	-2.97%	-2.97%	-2.97%	-2.97%	-2.97%	-2.97%	-2.97%	-2.97%	-2.97%	
Ingresos Financieros	0.32%	0.44%	0.78%	0.51%	0.51%	0.51%	0.51%	0.51%	0.51%	0.51%	0.51%	0.51%	0.51%	0.51%	

Tabla 28. Estado de Ganancias y Pérdidas Projectado en Soles (S/)

Soles S/

CONCEPTO	Estado de Ganancias y Perdidas Projectado									
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos Operacionales										
Ventas Netas	95,107,914	98,912,230	102,868,720	106,983,468	111,262,807	115,713,319	120,341,852	125,155,526	130,161,747	135,368,217
Costo de Ventas	(66,575,540)	(69,189,105)	(71,905,235)	(74,727,953)	(77,661,439)	(80,710,040)	(83,878,271)	(87,170,824)	(90,592,576)	(94,148,595)
Utilidad Bruta	28,532,374	29,723,125	30,963,485	32,255,516	33,601,368	35,003,279	36,463,581	37,984,702	39,569,171	41,219,622
Margen Bruto	30.00%	30.05%	30.10%	30.15%	30.20%	30.25%	30.30%	30.35%	30.40%	30.45%
Gastos de Ventas y Administración	(14,266,187)	(14,812,107)	(15,378,874)	(15,967,283)	(16,578,158)	(17,212,356)	(17,870,765)	(18,554,307)	(19,263,939)	(20,000,654)
EBITDA	14,266,187	14,911,019	15,584,611	16,288,233	17,023,209	17,790,923	18,592,816	19,430,395	20,305,233	21,218,968
Margen EBITDA	15.00%	15.08%	15.15%	15.23%	15.30%	15.38%	15.45%	15.53%	15.60%	15.68%
Depreciación y Amortización	(10,452,857)	(10,480,516)	(10,875,048)	(11,261,658)	(11,750,961)	(10,787,308)	(10,760,264)	(10,689,301)	(10,644,355)	(10,510,839)
Utilidad Operativa	3,813,331	4,430,502	4,709,563	5,026,575	5,272,248	7,003,615	7,832,552	8,741,095	9,660,878	10,708,129
Ingresos Financieros	10,258,261	17,277,778	10,298,076	10,319,186	10,341,140	10,363,973	10,387,718	10,412,414	10,438,097	10,464,808
Gastos Financieros	(865,939)	(1,838,290)	(2,606,349)	(2,902,397)	(2,982,225)	(2,935,367)	(2,884,761)	(2,830,106)	(2,771,078)	(2,707,329)
Beneficio antes de Participaciones e Impuestos	13,205,652	19,869,991	12,401,290	12,443,363	12,631,163	14,432,220	15,335,510	16,323,403	17,327,896	18,465,608
Participación de los trabajadores (8%)	(1,125,727)	(1,736,662)	(1,200,611)	(1,227,661)	(1,249,071)	(1,389,407)	(1,457,622)	(1,532,281)	(1,607,918)	(1,693,835)
Impuesto a la Renta (28%, 27%, 26%)	(3,624,842)	(5,392,337)	(3,727,897)	(3,670,706)	(3,734,722)	(4,154,327)	(4,358,289)	(4,581,519)	(4,807,675)	(5,064,567)
Utilidad (Pérdida) Neta del Ejercicio	8,455,083	12,740,992	7,472,782	7,544,997	7,647,370	8,888,486	9,519,600	10,209,603	10,912,304	11,707,207
Margen Neto	8.89%	12.88%	7.26%	7.05%	6.87%	7.68%	7.91%	8.16%	8.38%	8.65%

Fuente: Elaboración Propia.

ANEXO 2

ESCENARIO NEGATIVO

- Tasa de crecimiento en ventas 3%

FLUJO DE CAJA DESCONTADO EN SOLES (S/)

CONCEPTO	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Flujo de Caja economico (FCF) (Con Perpetuidad)	8,517,271	(9,064,741)	(1,326,538)	(831,994)	(118,573)	476,821	735,961	1,393,732	2,063,743	59,026,123
CPPC (WACC)	10.28%									
Inversion Inicial										
Tiempo	Perpetuidad									
VA	<u>51,706,942</u>									

Fuente: Elaboración Propia.

Podemos observar que en un escenario pésimo, tendríamos 4 años de flujo negativo y el valor de la empresa se reduciría a s/ 51,706,942.

ESCENARIO POSITIVO

- Tasa de crecimiento en ventas 7%

FLUJO DE CAJA DESCONTADO EN SOLES (S/)

CONCEPTO	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Flujo de Caja economico (FCF) (Con Perpetuidad)	9,323,017	(7,786,388)	489,792	1,595,121	2,962,716	4,332,494	5,274,551	6,775,675	8,369,365	170,281,338
CPPC (WACC)	10.28%									
Inversion Inicial										
Tiempo	Perpetuidad									
VA	<u>56,598,491</u>									

Fuente: Elaboración Propia.

Podemos observar que en un escenario pésimo, tendríamos 1 año de flujo negativo y el valor de la empresa se reduciría a s/ 56, 598,491.

Bibliografía

- Alonso, & Villa. (2007). *Valoración de Empresas. Teoría y Casos Prácticos*. Madrid: Ediciones Mundi-Prensa.
- Altair. (2007). Valoración de Empresas por Flujos de Caja Descontados.
- Amador, M. G. (2009). Las Hipotesis en la Investigación. *Metodología de la Investigación*.
- Arce, G. C. (2007). *Valoración de una empresa Privada - Etraserge*.
- Barrios, A. P. (2013). Métodos de Valoración Business Valuations.
- Beltrán Villavivencio, M. I. (2012). *La Iniciativa de Ciudades Emergentes y Sostenibles*. Lima: Publicaciones ESAN.
- Blanco Pascual, L. (2013). *Valoración de Empresas*. La Rioja: Facultad de Ciencias Empresariales de la Universidad de la Rioja.
- Correa, P. (2012). Valoración de empresas en Instituciones Privadas de Educación Básica.
- Correa, S. P. (2013). *Valoración de Empresas en Instituciones Privadas de Educación Básica*. Medellín: Escuela de Ingeniería de la Organización de la Universidad Nacional de Colombia.
- Falconi, P. E. (2013). *Modelo de Valoración de la empresa de seguridad Nacional y profesional Senapro CIA LTDA a través del método de flujo de caja descontado*.
- Fernández, P. (2000). *Creación de Valor para los accionistas* (Primera ed.). Barcelona, España: Ediciones Gestión.
- Fernández, P. (2004). *Valoración de Empresas* (Tercera ed.). Barcelona, España: Ediciones Gestión 2000.
- Fernandez, P. (2008). Valoración de empresas por Descuentos de Flujos Diez Métodos y siete Teorías.
- Gil, C. A. (2012). *Valuación de una compañía local que no cotiza en el mercado de valores de Argentina*. Buenos Aires: Departamento Académico de Administración de la Universidad de San Andrés.
- Hernández Sampieri, R., Fernández Collado, C., & Baptista Lucio, P. (2014). *Metodología de la Investigación*. México D.F.: Mc Graw Hill.

- Loayza, N. (2015). Causas y Consecuencias de la Informalidad en el Perú. *Estudios Económicos*, 43-64.
- Mantilla Alzamora, J. (2011). *Valoración de la Empresa Sherloctech Solutions S.A.* Sangolquí: Departamento de Ciencias Económicas de la Escuela Politécnica del Ejército.
- Noristz Flores, E. &. (2012). *Guayas, Análisis del proceso valorativo de una Empresa Ecuatoriana Comercializadora de medicamentos de la Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. de la Provincia del.*
- Noristz Flores, E. L., & Sarmiento Matamoros, K. d. (2015). *Análisis del proceso valorativo de una Empresa Ecuatoriana comercializadora de medicamentos de la Corporación Farmayala Pharmaceutical Company S.A. de la Provincia del Guayas.* Guayaquil: Departamento de Postgrado de la Escuela Superior Politécnica del Litoral.
- Perea, H., & Segura, A. (25 de Abril de 2016). *gestion.pe*. Obtenido de <http://gestion.pe/economia/alonso-segura-economia-crecera-45-2017-2159319>
- Reina Cruz, I. Y. (2014). *Modelo de Valoración de la Empresa Centro de Diálisis Contigo S.A. Dialicón a través del Método de Flujos de Caja Descontados.* Sangolquí: Departamento de Ciencias Económicas de la Universidad de las Fuerzas Armadas-ESPE.
- Salinas Quero, P. (2006). *Valoración de Empresas a través del método de comparable: Evidencia en Chile.*
- Sanjurjo, M., & Reinoso, M. (2003). *Guía de Valoración de Empresas* (Vol. Segunda Edición). Madrid, España: Pearson Education.
- Terra, P. (2008). *Valoración de Empresas: Una revisión de los métodos actuales.* Uruguay.
- Tom Copeland, K. y. (1994). *Valuation: Measuring and managing the value of companies.* .
- Valls Martínez, M. (2001). *Métodos Clásicos de Valoración de Empresas.*
- Vidarte, J. J. (2009). *El Flujo de Caja descontado como la mejor metodología en la determinación del valor de una empresa.*

Páginas

<http://www.gestiopolis.com/valoracion-de-empresas/>

<http://www.negociosyemprendimiento.org/2010/01/valoracion-de-empresas-y-negocios.html>

http://aempresarial.com/web/revitem/2_17153_05123.pdf

http://www.javeriana.edu.co/decisiones/libro_on_line/capitulo9valoracion.pdf

<http://www.definicionabc.com/economia/actividad-economica.php>

