



UNIVERSIDAD TÉCNICA DE AMBATO
FACULTAD DE CONTABILIDAD Y AUDITORÍA
CARRERA DE INGENIERÍA FINANCIERA

Proyecto de Investigación, previo a la obtención del Título de Ingeniera Financiera.

Tema:

“Valoración de empresas del sector de fabricación de productos textiles por el método de flujo de caja libre en el período 2014 - 2018.”

Autora: Domínguez Castro, Mónica Náthaly

Tutor: Ing. Sánchez Sánchez, Rubén Mauricio

Ambato – Ecuador

2020

APROBACIÓN DEL TUTOR

Yo, Ing. Rubén Mauricio Sánchez Sánchez con cédula de ciudadanía No. 1802360386, en mi calidad de tutor del proyecto de investigación sobre el tema: **“VALORACIÓN DE EMPRESAS DEL SECTOR DE FABRICACIÓN DE PRODUCTOS TEXTILES POR EL MÉTODO DE FLUJO DE CAJA LIBRE EN EL PERÍODO 2014 - 2018”**, desarrollado por Mónica Náthaly Domínguez Castro, de la Carrera de Ingeniería Financiera, modalidad presencial, considero que dicho informe investigativo reúne los requisitos tanto técnicos como científicos y corresponde a las normas establecidas en el Reglamento de Graduación de Pregrado, de la Universidad Técnica de Ambato y en el normativo para la presentación de Trabajos de Graduación de la Facultad de Contabilidad y Auditoría.

Por lo tanto, autorizo la presentación del mismo ante el organismo pertinente, para que sea sometido a evaluación por los profesores calificadores designados por el H. Consejo Directivo de la Facultad.

Ambato, Septiembre de 2020

TUTOR



Ing. Rubén Mauricio Sánchez Sánchez

C.C. 1802360386

DECLARACIÓN DE AUTORÍA

Yo, Mónica Náthaly Domínguez Castro, con cédula de ciudadanía No. 1850270206, tengo a bien indicar que los criterios emitidos en el proyecto de investigación, bajo el tema **“VALORACIÓN DE EMPRESAS DEL SECTOR DE FABRICACIÓN DE PRODUCTOS TEXTILES POR EL MÉTODO DE FLUJO DE CAJA LIBRE EN EL PERÍODO 2014 - 2018”**, así como también los contenidos presentados, ideas, análisis, síntesis de datos, conclusiones, son de exclusiva responsabilidad de mi persona, como autor del Proyecto de Investigación.

Ambato, Septiembre de 2020

AUTORA



Mónica Náthaly Domínguez Castro

C.C. 1850270206

CESIÓN DE DERECHOS

Autorizo a la Universidad Técnica de Ambato, para que haga de este proyecto de investigación, un documento disponible para su lectura, consulta y procesos de investigación.

Cedo los derechos en líneas patrimoniales de mi proyecto de investigación, con fines de difusión pública; además apruebo la reproducción de este proyecto de investigación, dentro de las regulaciones de la Universidad, siempre y cuando esta reproducción no suponga una ganancia económica potencial; y se realice respetando mis derechos de autor.

Ambato, Septiembre de 2020

AUTORA



Mónica Náthaly Domínguez Castro

C.C. 1850270206

APROBACIÓN DEL TRIBUNAL DE GRADO

El Tribunal de Grado, aprueba el proyecto de investigación, sobre el tema: **“VALORACIÓN DE EMPRESAS DEL SECTOR DE FABRICACIÓN DE PRODUCTOS TEXTILES POR EL MÉTODO DE FLUJO DE CAJA LIBRE EN EL PERÍODO 2014 - 2018”**, elaborado por Mónica Náthaly Domínguez Castro, estudiante de la carrera de Ingeniería Financiera, el mismo que guarda conformidad con las disposiciones reglamentarias emitidas por la Facultad de Contabilidad y Auditoría de la Universidad Técnica de Ambato.

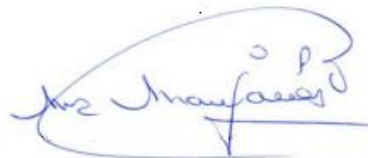
Ambato, Septiembre de 2020



Dra. Mg. Tatiana Valle
PRESIDENTE



Ing. Ana Córdova
MIEMBRO CALIFICADOR



Ing. Myrian Manjarrés
MIEMBRO CALIFICADOR

DEDICATORIA

A Dios, porque cada obstáculo o tiempo difícil, ha sido mi refugio y mi fortaleza para no dejarme vencer y cumplir mis metas y sueños.

A mis padres quienes han velado y luchado en todo momento para sacarme adelante con su esfuerzo y amor.

A mi familia que siempre anheló mi bien, mi superación y me dió apoyo en todo momento.

Mónica Náthaly Domínguez Castro

AGRADECIMIENTO

Quiero agradecer a Dios en primer lugar, por darme la oportunidad de cumplir mis sueños, permitirme llegar a la meta que me planteé, brindándome sabiduría y fortaleza, en todo momento de mi vida.

A mis padres y hermanos por estar en cada momento conmigo, ser mis consejeros, mi aliento, mi ayuda y mi apoyo en el trayecto estudiantil, personal y ya profesional. A toda mi familia que siempre estuvieron presentes en cada pequeño y gran paso, brindándome su amor y demostrándome su cariño.

A la Universidad Técnica de Ambato y la Facultad de Contabilidad y Auditoría, por ayudarme con una excelente formación en muchos ámbitos, por abrirme sus puertas y permitir que adquiriera los conocimientos necesarios para desenvolverme en mi vida profesional.

A mis amigos Ana, Gissella, Diana, Patricio, Diego y Lissette por compartir todo este tiempo de aprendizaje, en donde su amistad ha sido primordial para mí, porque con ellos he aprendido tanto y han sido mi respaldo en todo momento

A mi tutor Mauricio Sánchez por guiarme, porque he podido contar con él cuando era necesario. Agradezco también de manera especial a la Ing. Anita Córdova por su apoyo y ayuda en la realización de este trabajo al igual que a la Ing. Myrian Manjarrés.

Mónica Náthaly Domínguez Castro

UNIVERSIDAD TÉCNICA DE AMBATO
FACULTAD DE CONTABILIDAD Y AUDITORÍA
CARRERA DE INGENIERÍA FINANCIERA

TEMA: “VALORACIÓN DE EMPRESAS DEL SECTOR DE FABRICACIÓN DE PRODUCTOS TEXTILES POR EL MÉTODO DE FLUJO DE CAJA LIBRE EN EL PERÍODO 2014 - 2018”

AUTORA: Mónica Náthaly Domínguez Castro

TUTOR: Ing. Rubén Mauricio Sánchez Sánchez

FECHA: Septiembre de 2020

RESUMEN EJECUTIVO

La presente investigación tiene como finalidad obtener el valor de las empresas que pertenecen al sector de fabricación de productos textiles en la provincia de Tungurahua debido a que así se puede conocer cuál es la situación de cada una de ellas e identificar oportunidades de inversión. El estudio se llevó a cabo a través de los flujos de caja libre, pues varios autores afirman que es la metodología más completa sin embargo los resultados de valoración de las empresas son muy variantes entre ellas y en algunos casos se encontraron valores negativos. Además, en términos generales se puede observar que el sector ha tenido varios inconvenientes a lo largo del periodo de estudio. Se concluye que el valor de las empresas en este caso, se debe principalmente a la gestión interna que cada una de ellas ha llevado a cabo.

PALABRAS DESCRIPTORAS: VALORACIÓN DE EMPRESAS, PRODUCTOS TEXTILES, FLUJOS DE CAJA LIBRE, RESULTADOS DIFERENTES.

TECHNICAL UNIVERSITY OF AMBATO
FACULTY OF ACCOUNTING AND AUDITING
FINANCIAL ENGINEERING CAREER

TOPIC:"VALUATION OF COMPANIES IN THE TEXTILE
MANUFACTURING SECTOR BY THE FREE CASH FLOW METHOD IN
THE PERIOD 2014 - 2018 "

AUTHOR: Mónica Náthaly Domínguez Castro

TUTOR: Ing. Rubén Mauricio Sánchez Sánchez

DATE: September, 2020

ABSTRACT

The purpose of this research is to obtain the value of the companies that belong to the textile manufacturing sector in the province of Tungurahua, since this way it is possible to know what the situation of each one of them is and identify investment opportunities. The study was carried out through free cash flows, since several authors affirm that it is the most complete methodology, however the valuation results of the companies are very variable among them and in some cases negative values were found. Furthermore, in general terms it can be observed that the sector has had several drawbacks throughout the study period. It is concluded that the value of the companies in this case is mainly due to the internal management that each one of them has carried out.

KEYWORDS: VALUATION OF COMPANIES, TEXTILE PRODUCTS, FREE
CASH FLOWS, DIFFERENT RESULTS

ÍNDICE GENERAL

CONTENIDO	PÁGINA
PÁGINAS PRELIMINARES	
PORTADA	i
APROBACIÓN DEL TUTOR	ii
DECLARACIÓN DE AUTORÍA	iii
CESIÓN DE DERECHOS	iv
APROBACIÓN DEL TRIBUNAL DE GRADO	v
DEDICATORIA	vi
AGRADECIMIENTO	vii
RESUMEN EJECUTIVO	viii
ABSTRACT	ix
ÍNDICE GENERAL	x
ÍNDICE DE TABLAS	xiii
CAPÍTULO I	1
INTRODUCCIÓN	1
1.1. Justificación.....	1
1.1.1. Justificación teórica científica.....	1
1.1.2. Justificación metodológica.....	2
1.1.3. Justificación práctica.....	3
1.1.4. Formulación del problema de investigación	5
1.2. Objetivos	5
1.2.1. Objetivo general:	5
1.2.2. Objetivos específicos	5
CAPÍTULO II.....	6

MARCO TEÓRICO.....	6
2.1. Revisión de la literatura	6
2.1.1. Antecedentes investigativos	6
2.1.2. Fundamentos teóricos	17
2.1.2.1. Valoración de empresas	17
2.1.2.1.1. Métodos de valoración.....	18
2.1.2.1.2. Balance.....	18
2.1.2.1.3. Métodos basados en la cuenta de resultados (múltiplos)	19
2.1.2.1.4. Métodos mixtos basados en el fondo de comercio o goodwill.....	19
2.1.2.1.5. Creación de valor	20
2.1.2.1.6. Opciones.....	20
2.1.2.1.7. Descuento de flujos de caja	20
2.1.2.1.7.1. Valor presente neto.....	21
2.1.2.1.7.2. Elementos básicos del método de descuento de flujos de caja	21
2.1.2.2. Flujo de caja libre	29
2.1.2.2.1. Flujo de caja neto.....	30
2.1.2.2.2. Aumento en NOF.....	30
2.1.2.2.2.1. Documentos por cobrar.....	30
2.1.2.2.2.2. Inventarios.....	31
2.1.2.2.2.3. Efectivo y equivalente	31
2.1.2.2.2.4. Documentos por pagar	31
2.1.2.2.3. Aumento en activos fijos.....	32
2.2. Preguntas de investigación	32
CAPÍTULO III	33
METODOLOGÍA.....	33

3.1. Recolección de la información	33
3.1.1. Población.....	33
3.1.2. Fuentes primarias y secundarias.....	34
3.1.3. Instrumentos y métodos para recolectar información.....	34
3.2. Tratamiento de la información	40
3.2.1. Análisis explicativo	40
3.2.2. Análisis correlacional	40
3.3. Operacionalización de las variables.....	42
3.3.1. Operacionalización de la variable dependiente: Valoración de empresas.....	42
3.3.2. Operacionalización de la variable independiente: Flujo de caja libre	43
CAPÍTULO IV	44
RESULTADOS	44
4.1. Resultados y discusión.....	44
4.2. Fundamentación de las preguntas de investigación.....	61
4.3. Limitaciones de estudio.	62
CAPÍTULO V	64
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	64
5.1. Conclusiones	64
5.2. Recomendaciones	65
BIBLIOGRAFÍA	67
ANEXOS.....	73

ÍNDICE DE TABLAS

CONTENIDO	PÁGINA
Tabla 1. Empresas de fabricación de productos textiles en Tungurahua	34
Tabla 2. Notación de la variable factor	41
Tabla 3. Operacionalización de la variable dependiente: Valoración de empresas	42
Tabla 4. Operacionalización de la variable independiente: Flujo de caja libre	43
Tabla 5. Cálculo del WACC.....	46
Tabla 6. Proyección de flujos de caja TEIMSA	48
Tabla 7. Proyección de flujos de caja PRODUTEXTI	49
Tabla 8. Proyección de flujos de caja TORRETEXTIMPORT	50
Tabla 9. Proyección de flujos de caja TEXSARO	50
Tabla 10. Proyección de flujos de caja IMPACTEX.....	51
Tabla 11. Proyección de flujos de caja EXCORB.....	52
Tabla 12. Proyección de flujos de caja TECNORIZO.....	53
Tabla 13. Proyección de flujos de caja PARECO	54
Tabla 14. Proyección de flujos de caja CISNECOLOR	55
Tabla 15. Valor a corto plazo de las empresas de fabricación de productos textiles.....	56
Tabla 16. Valor a largo plazo de las empresas de fabricación de productos textiles.....	57
Tabla 17. Valor de las empresas de fabricación de productos textiles	58
Tabla 18. Prueba de normalidad	60
Tabla 19. Pruebas de homogeneidad de varianzas	60
Tabla 20. ANOVA de un factor.....	60
Tabla 21. Anexo 1. Desglose y detalle del código C13 del CIU.....	73
Tabla 22. Anexo 2. Cálculo del Costo de los recursos propios.....	74
Tabla 23. Anexo 3. Cálculo de la tasa de descuento TEIMSA	75
Tabla 24. Anexo 4. Cálculo de la tasa de descuento PRODUTEXTI.....	76
Tabla 25. Anexo 5. Cálculo de la tasa de descuento TORRETEXTIMPORT.....	77
Tabla 26. Anexo 6. Cálculo de la tasa de descuento TEXSARO	78
Tabla 27. Anexo 7. Cálculo de la tasa de descuento IMPACTEX.....	79
Tabla 28. Anexo 8. Cálculo de la tasa de descuento EXCORB.....	80

Tabla 29. Anexo 9. Cálculo de la tasa de descuento TECNORIZO	81
Tabla 30. Anexo 10. Cálculo de la tasa de descuento PARECO.....	82
Tabla 31. Anexo 11. Cálculo de la tasa de descuento CISNECOLOR.....	83
Tabla 32. Anexo 12. Aumento de NOF y aumento de activo fijo TEIMSA.....	84
Tabla 33. Anexo 13. Aumento de NOF y aumento de activo fijo PRODUTEXTI.....	85
Tabla 34. Anexo 14. Aumento de NOF y aumento de activo fijo TORRETEXTIMPORT	86
Tabla 35. Anexo 15. Aumento de NOF y aumento de activo fijo TEXSARO	87
Tabla 36. Anexo 16. Aumento de NOF y aumento de activo fijo IMPACTEX	88
Tabla 37. Anexo 17. Aumento de NOF y aumento de activo fijo TEXCORB	89
Tabla 38. Anexo 18. Aumento de NOF y aumento de activo fijo TECNORIZO	90
Tabla 39. Anexo 19. Aumento de NOF y aumento de activo fijo PARECO.....	91
Tabla 40. Anexo 20. Aumento de NOF y aumento de activo fijo CISNECOLOR	92

CAPÍTULO I

INTRODUCCIÓN

1.1. Justificación

1.1.1. Justificación teórica científica

La valoración del sector a estudiar se realiza con el propósito de conocer cuál es la situación en la que las empresas se encuentran y el valor que las mismas pueden llegar a generar; un caso a mencionar sucedió en Colombia cuando se vivió un proceso de apertura económica que llevó al país a asumir cambios estructurales en donde se daba paso a la competencia, a cambios en el sistema financiero, en su régimen de seguridad social, entre otros y el país tuvo que afrontar esta situación con productividad y eficiencia. Como el Estado puso a la venta empresas eléctricas, financieras, portuarias, etc., los inversionistas extranjeros y nacionales vieron oportunidades de negocio, por lo que se buscaba realizar compras y fusiones con empresas locales, obligándolos a realizar una valoración de aquellas empresas para escoger las mejores opciones (Ortiz, 2015).

En la misma línea, Espinosa (2008), reafirma la importancia de la valoración de empresas para tener una aproximación de cómo es la realidad de las mismas, resalta que utilizar estos métodos pueden ayudar a solventar dudas en casos de fusión, compra, escisión, que dicha valoración puede ser de interés para un grupo de accionistas o inversores o de administrativos que deseen conocer la situación de las empresas con respecto al mercado. Un aspecto importante que el autor menciona es que obtener un valor futuro puede llegar a ser algo subjetivo, pero que este procedimiento podría ser más realista si se encuentra bien fundamentado, es por esa razón que en su artículo muestra diferentes alternativas para determinar cuánto puede llegar a valer una empresa, sin embargo concluye que no hay que dejar de lado los factores externos que puedan afectar en el desarrollo de las mismas y que depende de la perspectiva de quien realice la valoración para que le dé una visión de que se llegara a ser con la compañía.

En concordancia con lo mencionado anteriormente Amat (2018) afirma que la valoración de empresas es fundamental para poder aprovechar el momento propicio y el precio más razonable en el que se puede adquirir una compañía, por lo cual propone métodos convencionales como aquellos basados en el patrimonio y el de flujo de caja descontados, sin embargo menciona que a pesar de éstos ser útiles, en la actualidad pueden considerarse como punto de partida para una valoración pues ahora existen otros métodos que permiten comparar a la empresa con otras del sector al que pertenece y que da al evaluador un panorama un poco más amplio, otra de las tendencias que se destaca es la valoración en donde se plantea la creación de escenarios cambiantes para las variables más complicadas de prever para que así el valor de la empresa sea más aproximado a la realidad.

1.1.2. Justificación metodológica

La valoración de empresas es una herramienta que ya se ha utilizado anteriormente en varios estudios para conocer la situación de las mismas, es así que Álvarez García, García Monsalve & Borraez Álvarez (2006) en su estudio “Las razones para valorar una empresa y los métodos empleados”, mencionan seis diferentes maneras de valoración las cuales son: balance, cuenta de resultados, métodos mixtos, creación de valor, opciones y descuento de flujos. Este último, según mencionan los autores, cuenta con ventajas importantes en su aplicación, de las cuales sobresalen contar con la información del balance y estados de resultados, tener mayor precisión sobre lo que puede afectar a la empresa internamente, considerar el valor del dinero en el tiempo y realizar un análisis más detallado.

El primer paso para realizar este modelo es la construcción de flujos de caja lo que en palabras de Ortiz (2015) se considera fundamental dentro de las empresas debido a que ayuda a identificar cuáles han sido las entradas y salidas de dinero, a su vez permite una adecuada planificación de recursos e identificación de futuras necesidades de liquidez. Para la elaboración del flujo de caja (cash flow) se tiene en cuenta la parte operativa, no operativa y financiera de las empresas, sin embargo, el valor con el que se trabaja es el flujo de caja libre, pues éste representa lo que queda disponible únicamente para atender

compromisos de deudas y/o gastos financieros y el pago de dividendos. Posteriormente y de acuerdo al artículo publicado por Álvarez García, García Monsalve & Borraez Álvarez (2006) se aplican fórmulas de valor presente a los flujos de caja libre pues se considera que la suma de ellos a corto y largo plazo determinan con más exactitud el valor de las empresas.

Cabe mencionar que existen otros artículos como el de Perdomo & Riaño (2019) y Amat (2018) que demuestran que la valoración por flujos descontados es uno de los métodos más comunes y recomendables al valorar una empresa, sin embargo mencionan que un estudio algo más completo podría realizarse con probabilidades y escenarios en donde se juegue con cambios en las variables más importantes para tener un análisis amplio de lo que podría pasar con las empresas en casos optimistas, pesimistas o normales. De esta manera se puede considerar cualquier panorama y tener un dato más aproximado de valoración.

1.1.3. Justificación práctica

La valoración de empresas es importante para un inversionista, el caso colombiano mencionado anteriormente es un claro ejemplo pues ahí esta herramienta se volvió fundamental cuando los empresarios del país se dieron cuenta que los negocios debían buscar constantemente maximizar la riqueza de los propietarios por lo cual se comienza a dar mayor relevancia al manejo correcto de recursos y la generación de futuros ingresos. Además, a través de dicha valoración podían analizar la creación de valor, tomar decisiones para endeudarse, capitalizar, reestructurar financieramente, entre otras cosas (Ortiz, 2015)

Por otro lado, Álvarez García, García Monsalve & Borraez Álvarez (2006) mencionan que existen tres importantes motivos para llevar a cabo una valoración de empresas, en el primero de ellos se hace referencia a los conflictos legales tales como las distribuciones de herencias, disolución conyugal, expropiación, liquidación de la empresa o conflictos laborales, medioambientales y fiscales. El siguiente motivo hace referencia a los cambios estructurales internos de las compañías en donde se analiza la remuneración acorde a la contribución de trabajadores, la planeación estratégica,

identificación de factores creadores o destructores de valor, políticas de dividendos y decisiones de absorción, asociación y fusión de las empresas. El último de los importantes motivos para llevar a cabo una valoración de empresas es estudiar las oportunidades de mercado debido a que así un inversionista puede evaluar la compra y venta de empresas, emitir y comprar acciones, realizar portafolio de inversiones, incursionar en nuevos mercados, etc.

Como se ha mencionado anteriormente, la valoración de empresas cumple un papel importante para inversionistas, empresarios, etc. Ésta es una práctica que sin duda se puede llevar a cabo en Ecuador con tranquilidad, pues gracias a la información confiable y real que se encuentra publicada en los portales de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (SUPERCIAS), quien esté interesado en adquirir o participar de alguna compañía puede aplicar este método y formar opiniones y juicios de valor bien fundamentados a la hora de apostarle a una compañía, por esta razón se lleva a cabo el estudio que permite analizar qué empresa se encuentra mejor valorada en Tungurahua en el sector textil.

Es también importante nombrar que el propósito del estudio es conocer la empresa que más valor presenta en Tungurahua, por este motivo, se ha escogido a uno de los sectores más importantes de la provincia, el cual pertenece al CIU C13 “fabricación de productos textiles” debido a que junto con la fabricación de prendas de vestir y fabricación de cuero y artículos de cuero cuenta con un 52% de participación de mercado en Tungurahua, lo que significa que esta actividad económica representa importantes ingresos a la provincia y que aquí se podría encontrar a las empresas mejor valoradas (Diario La Hora, 2018).

Cabe mencionar que el desarrollo de este tema es importante para un ingeniero financiero debido a que a través del mismo se puede realizar un estudio más certero y fundamentado al momento de realizar inversiones y tomar otras decisiones en las empresas. Además, la aplicación de esta metodología implica el manejo de los balances y otros términos que un financiero conoce, domina y que le permite evaluar varios factores que influyen a la hora de realizar una buena valoración de empresas.

1.1.4. Formulación del problema de investigación

¿Cuál es el valor real de las empresas del sector de fabricación de productos textiles, mediante el método de flujo de caja libre en el período 2014 - 2018?

1.2. Objetivos

1.2.1. Objetivo general:

Determinar el valor real de las empresas del sector de fabricación de productos textiles a través del método de flujo de caja descontado en el período 2014 - 2018.

1.2.2. Objetivos específicos

- Definir el Costo de oportunidad del dinero (WACC) a través de las betas del mercado para establecer el valor presente de los flujos de caja libre.
- Calcular los flujos de caja libre de las empresas del sector de fabricación de productos textiles durante los años 2014 al 2018 para determinar el valor a corto y largo plazo de las empresas.
- Identificar si el crecimiento del sector de fabricación de productos textiles influye en la valoración de las empresas.

CAPÍTULO II

MARCO TEÓRICO

2.1. Revisión de la literatura

2.1.1. Antecedentes investigativos

El presente estudio pretende realizar una valoración de las empresas del CIU C13 fabricación de productos textiles a través del método de flujo de caja descontado, por lo que es importante conocer cómo dicha metodología ha sido llevada a cabo por otros autores.

Por una parte, tenemos el caso de Cañibano Calvo & García Osma (2014) quienes realizaron el estudio “Algunas reflexiones sobre los métodos de valoración de empresas: Un modelo de valoración basado en la creación de valor” en donde su propósito es realizar una dicha valoración para invertir en la misma empresa y el punto de partida para ello es un análisis estratégico, financiero y contable. A continuación, se explican dos tipos de valoración, el primero abarca a los métodos sencillos, mismo que a su vez cuenta con métodos comparables, en donde su proceso parte de identificar empresas que coticen y sean comparables en algún aspecto, luego se toma una cifra que sea representativa en la creación de valor y finalmente se calcula el múltiplo mediano con el que cotizan esas empresas. Otro de los métodos sencillos es el de valoración basada en activos los cuales resultan útiles para las empresas en las que sus activos netos que se encuentran en el balance demuestran su capacidad para crear valor. El otro tipo de valoración abarca modelos complejos, uno de ellos es el de descuento de dividendos basado en la proyección de series de los mismos para descontarlos al momento presente, lo mismo ocurre con los flujos de caja libres en donde su procedimiento es igual, sin embargo, el último y en el que se centra este estudio es el método de creación de valor, para llegar a ello el activo debe contar con una rentabilidad por encima de la exigida o el coste de capital. Para obtener valor a través de este modelo se necesita el dato del patrimonio neto a lo largo de algunos años, además contar con una tasa de descuento

que se utiliza para calcular el resultado residual y traerlo a valor presente y al final con la suma de ambos se obtiene el valor de la empresa e incluso el de cada acción.

Se analiza el caso estudiado por Armijos (2015), “Valoración a la empresa Moderna Alimentos S.A.: Método de flujo de caja descontados” en donde se aplica esta metodología con el fin de conocer mejores oportunidades en el mercado, realizar cambios dentro de la empresa y tomar decisiones financieras más acertadas. El proceso que se sigue en el presente paper consta de cinco pasos, en el primero de ellos se hace un análisis histórico en donde inicialmente se interpretan los actuales balances, se conoce el entorno en el que se desarrolla la empresa y cómo ha sido su evolución a través del tiempo, posteriormente se investiga cómo influyen los factores tanto internos como externos, además se analiza la estructura interna de la compañía para identificar ciertas fallas y finalmente se estudia la situación fiscal, financiera y laboral ya que esto servirá de base para lo que se realiza a continuación. El segundo paso es realizar proyecciones financieras en base a los datos históricos con los que se cuenta y así dar una visión de lo que pasará con la empresa a futuro, por lo cual se proyectan cuentas relevantes que permiten llegar al flujo de caja libre descontado como son los ingresos, proyectados con el porcentaje de crecimiento del sector de la empresa en estudio, los gastos de administración, financieros y ventas para los cuales se toma como referencia el porcentaje de inflación y los gastos de depreciación que al igual que otras cuentas permanecen constantes al valor del último año. Posteriormente en el siguiente paso se hacen consideraciones para llevar a cabo el método, las mismas se hacen con respecto a cómo es el tratamiento para la valoración de los elementos que no son afectos al negocio y aquellos que sí son como los activos fijos y las Necesidades Operativas de Fondos (NOF). A continuación, se realiza las proyecciones de flujos de caja libres y se obtiene la tasa de descuento (WACC) con sus respectivas fórmulas y con esos datos se calcula el Valor Presente Neto de los flujos. Finalmente se realiza el cálculo del valor residual para así obtener el valor de la empresa. En Moderna Alimentos S.A. los resultados arrojados fueron positivos pues la empresa alcanzó una alta valoración, lo que demostró que existe un buen manejo económico-financiero y que su planificación

para el futuro es acertada. Se considera importante que, aunque existan diferentes formas de valorar, todas deben estar acorde y no tener brechas muy grandes.

Además, se estudia el trabajo realizado por Jaramillo (2016) denominado “Valoración de la empresa ALISCCA por método de flujo de caja libre descontado” en donde se busca brindar a los propietarios de la empresa herramientas que le permitan tomar mejores decisiones, realizar cambios estructurales y así consolidarse y crecer en el mercado. La autora inicia haciendo una revisión bibliográfica sobre los métodos de valoración de empresas, los cuales son: balance, estado de resultados, mixtos, descuento de flujos, creación de valor y opciones, sin embargo, como se menciona en el tema, en este estudio se trabaja con el descuento de flujos. Seguidamente Jaramillo realiza un análisis financiero de la empresa en donde utiliza el Estado de Situación Financiera y el Estado de Resultados para hacer un análisis vertical y horizontal, a continuación calcula indicadores financieros como liquidez, solidez, capital de trabajo neto, rotación de cuentas por cobrar, rotación de proveedores, inventarios, productividad del capital de trabajo neto operativo, rotación de activos fijos, rentabilidad operativa del activo, rentabilidad neta del patrimonio, rentabilidad neta del activo total y endeudamiento, además explica como realiza la proyección de estados financieros en base a políticas que la misma empresa establece, por ejemplo, los ingresos se proyectan con un crecimiento de 10% anual debido a que se diversificará clientes y se realizará publicidad, los costos se disminuyen en las proyecciones ya que se realiza negociaciones con los proveedores, los gastos operacionales aumentarán por la estrategia de publicidad, la cuenta de otros ingresos desaparecerá para las proyecciones, los gastos financieros aumentan por las consideraciones financieras que hace la empresa, la utilidad neta también aumenta gracias a la inversión en activos fijos que se realizó anteriormente y ese rubro de activos ya se mantendrá igual para los próximos años, para el costo de la estructura de capital se toma de la página de Yahoo Finance la tasa libre de riesgo del bono del tesoro a 10 años, el beta desapalancado de la página de Damodaran, el riesgo país tomado de ambito.com y para la rentabilidad del mercado se utiliza el S&P500. A continuación, se proyectan los flujos de caja libre con los datos anteriormente obtenidos y se valora a la empresa. Finalmente se crean escenarios por la

variable WACC y la tasa de crecimiento. Se concluye que la empresa debe diversificar su mercado, que, si debería invertir en gastos de ventas con incentivos a sus empleados o publicidad, también tras el estudio se pudo determinar que ALISCCA podría empezar a repartir dividendos o pagar inmediatamente sus deudas y mejorar la tecnología que utiliza.

En el libro “Valoración de empresas” de Aznar, Cayo & Cevallos (2016), también se trata este tema y empieza nombrando algunas de las razones por las cuales valorar es muy importante, entre ellas tenemos las operaciones de compra-venta, fusiones, cotización en bolsa, liquidación de empresas, casos de herencia, identificación de activos intangibles, entre otras. El libro presenta varias opciones para valorar, desde métodos conocidos y ya nombrados por la mayoría de autores hasta otros que son muy diferentes, sin embargo, a continuación, únicamente se describirá la metodología de flujos de caja libres pues es la que se utiliza para el desarrollo del presente trabajo. Este método basa su hipótesis en ingresos futuros que generará la empresa, para lo cual sigue cinco pasos. El primero de ellos es la definición del horizonte temporal que según los autores depende de algunos factores, aunque éstos no deben ser mayores de 10 años, lo más común es de 4 a 8. El segundo paso es la determinación de los flujos de caja libre los cuales se calculan sumando al cash flow los gastos financieros y restándoles las inversiones realizadas en los activos fijos operativos (terrenos, edificios, instalaciones, etc) y Necesidades Operativas de Fondos (caja + clientes + existencias - proveedores), la información con la que se cuenta para ello es pasada, por lo que el evaluador debe realizar un análisis de tendencia para definir los flujos futuros. El tercer paso a seguir es el cálculo de la tasa de descuento, en este caso se utiliza el coste medio ponderado de capital para el cual se calcula el exigible sobre total pasivo, el neto patrimonial sobre total pasivo, el coste de deuda y el coste de recursos propios, a su vez para este último se debe calcular con la tasa sin riesgo (que utiliza el tipo de interés de los títulos que son emitidos por el Estado), con el beta (la relación existente entre el riesgo de la inversión y el riesgo medio del mercado) y con la rentabilidad esperada del mercado. El cuarto paso es estimar el valor residual que es el que tiene una empresa pasado su horizonte temporal, normalmente se sigue la propuesta de Gordon que utiliza el flujo de caja para

el año $n+1$, el coste medio ponderado de capital (k) y el crecimiento de flujos de caja (g), mismo que puede ser calculado de dos formas, la primera a través del comportamiento pasado de algunas variables (cifra de ventas como la más aceptada) y la otra forma por la inflación prevista y el crecimiento del PIB. Finalmente, con los datos de flujos de caja libre, tasa de descuento y valor residual se utiliza la fórmula de valor actual y se obtiene el valor de la empresa.

Por otra parte, Marquéz (2017) realiza su estudio “Valoración de empresas El método del descuento de flujos de caja” con el objetivo de brindar una guía con los principales aspectos a considerar al realizar una valoración, específicamente va dirigido a las empresas que se encuentran en marcha y tienen esperanza de contar con una gestión continuada. En este documento se nombran algunas de las metodologías para valorar una empresa, sin embargo, se explica solo los métodos dinámicos y de comparación. El primero encierra al descuento de flujos de caja mismo que permite conocer la capacidad de la empresa de acuerdo a los resultados futuros que puede generar, esta metodología incluye cuatro aspectos a considerar, el primero de ellos es el entendimiento del negocio en donde se realiza un análisis sectorial (permite tener un amplio conocimiento sobre empresas que se encuentran en el mismo sector) y un análisis histórico (permite conocer cómo han evolucionado ciertas cifras de la empresa y cómo podría ser su comportamiento en el futuro). El segundo aspecto a realizar son las proyecciones financieras y las hipótesis a seguir en las cuentas que permiten obtener los flujos de caja libre entre las cuales están los ingresos que deben ser similares a la evolución histórica de los mismos, los gastos – aprovisionamientos sacando un porcentaje de ventas, gastos de explotación que su crecimiento depende de su evolución histórica, amortizaciones que serán imputadas a la cuenta de resultados, impuestos para lo cual se aplicarán los tipos impositivos vigentes correspondientes a cada flujo, el activo y pasivo circulante en donde se proyectará una normal evolución del periodo medio de pago a proveedores o de cobro a clientes, activo fijo que se hará de acuerdo a la antigüedad de ellos y otros activos y pasivos que deberán estar incluidos en la proyección financiera. El tercer aspecto a considerar es la aplicación de la metodología para la cual se necesita sumar el valor del negocio que consta del valor actual de los flujos de caja libre generados y el

valor residual, más el valor de los activos y pasivos que no se relacionan directamente con el giro del negocio, más activos financieros menos pasivos financieros, una vez terminada esta etapa de la metodología se procede a obtener la tasa de descuento que se calcula con los costes de financiación de los recursos propios y ajenos, para el primero de ellos se necesita la tasa libre de riesgo (no hay diferencia entre rendimiento esperado y obtenido), la prima de riesgo de mercado (diferencia entre tasa de retorno esperado y tasa libre de riesgo), riesgo sistemático (sensibilidad de la rentabilidad de la acción frente a los movimientos del mercado) y riesgo específico (algún factor de riesgo concreto del negocio), el coste de recursos ajenos se lo obtiene con el tipo de interés de la deuda después de impuestos, finalmente se realiza un análisis de sensibilidad que permite ver cómo ciertos cambios en las variables pueden ocasionar diferentes precios. Otro de los métodos que se explica es el de comparación con múltiplos, mismo que se realiza aplicando a principales magnitudes como ventas, EBIT, cash flow, etc., en donde se debe tener en cuenta el escoger bien las empresas con las que se piensa comparar, que se pueda obtener la información necesaria y seleccionar los múltiplos adecuados.

Se analiza también la tesis doctoral de Valencia (2018) llamada “Valoración por el método de flujo de caja descontado y EVA de una empresa del sector de la salud, Rehabilitar Ltda., de la ciudad de Popayán (Cauca)” en donde se busca brindar a los socios información confiable y suficiente para que ellos puedan tomar las mejores decisiones sobre las actividades que les ayudan a generar valor y crear estrategias y así maximizar su patrimonio. En el presente estudio se realizan cálculos de algunos indicadores para conocer la situación actual de la empresa, tales como liquidez corriente, en rentabilidad: el margen bruto, operacional y neto, en endeudamiento: nivel de endeudamiento, impacto carga financiera, en indicadores de actividad: la rotación de deudas por cobrar y por pagar. También se mencionan los métodos que se suelen utilizar para valoraciones dentro de los cuales se encuentran los basados en el balance, en la cuenta de resultados, mixtos, opciones y los que para este caso se aplican: basados en descuento de flujo de fondos y creación de valor. La metodología a seguir es la común pues parte de la fórmula de traer a valor presente los flujos que se han proyectado de la empresa con el WACC como tasa de descuento, pero además aquí se

calculan variables generadoras de valor para la cual se utilizan valores de NOPLAT (ingresos operativos netos después de impuestos operativos) y ROIC (rentabilidad operativa del capital invertido). A nivel general los resultados que se obtuvieron de los indicadores fueron positivos pues se muestra una buena liquidez, la rentabilidad demuestra que se ha realizado una buena gestión debido a que los ingresos han crecido, el margen bruto cuenta con una tendencia ascendente, el operacional es estable y el margen neto es positivo, con respecto al endeudamiento existe una tendencia al alza pero se justifica por las inversiones realizadas, con los indicadores de actividad se concluye que es positivo porque no necesita de otras fuentes de financiación para pagar sus deudas pendientes. A continuación, se explica cómo se proyectan ciertas cuentas para obtener el flujo de caja y valor de la empresa, por ejemplo, los activos y pasivos corrientes son en base al crecimiento promedio de los últimos cuatro años, los activos de largo plazo se mantienen igual, para el patrimonio se aumenta el aporte de los socios, el estado de resultados proyecta las ventas como los activos corrientes y las depreciaciones con respecto a los cambios en los activos fijos. Con todo lo anteriormente proyectado se procede al cálculo de Costo de capital, de deuda y de variables generadoras de valor para así obtener el valor total de la empresa. Finalmente se realiza análisis de sensibilidad por los indicadores de tasa de crecimiento y Costo de capital, el primero con 1% hacia adelante y hacia atrás y el segundo con un 2% para obtener escenarios optimista, moderado y pesimista con lo cual se puede concluir que el valor terminal aumenta cuando “g” aumenta o cuando el WACC disminuye, también se concluye que las empresas deberían revisar la rentabilidad, el riesgo y el crecimiento de las mismas para tomar las mejores decisiones, además concluye que esta empresa si está cumpliendo con su objetivo financiero.

De igual manera se estudia el caso realizado por Tovar Posso & Muñoz Martínez (2018) titulado “Metodología para valoración financiera de Pymes colombianas utilizando flujo de efectivo” donde su objetivo principal es dar una guía a las pequeñas y medianas compañías para que sepan cómo llevar a cabo una de las mejores metodologías de evaluación de las empresas lo que a su vez les permitirá agregar valor a las mismas, alcanzar sus objetivos financieros y mejorar la gestión que llevan a cabo. El presente

artículo hace varias consideraciones a la metodología propuesta, pues en varias ocasiones la adapta al contexto en que las Pymes se desarrollan, es decir, con respecto a normas, leyes y circunstancias que ocurren en Colombia, pero a nivel general, el proceso que siguen para obtener el valor de la empresa se da de la siguiente forma. Como primer paso se toma una amplia información de la empresa con respecto a asuntos internos y externos de la misma en todos sus ámbitos, a continuación se utilizan los balances para hacer una evaluación del rendimiento económico de la empresa, posteriormente se definen bases para realizar proyecciones de acuerdo a diferentes aspectos que puedan influir, tales como económicos, políticos, culturales, industriales, sociales, etc, después se efectúan las proyecciones de los balances de Situación Financiera, Estado de Resultados y Estado de flujos para lo cual se ocupan cuadros denominados presupuestos con la finalidad de poder realizar las proyecciones finales más fácilmente. En este artículo también utilizan como tasa de descuento al WACC mismo que se lleva a cabo bajo las consideraciones respectivas para aplicarlas a Colombia. Seguidamente se calcula el valor presente de los flujos de efectivo libre a través de su respectiva fórmula y con la tasa de descuento obtenida previamente. Lo siguiente es el cálculo del valor residual de los flujos de efectivo utilizando una tasa de crecimiento “g” que puede ser el valor de la inflación y finalmente se obtiene el valor de la empresa con la suma del valor presente de los flujos de efectivo libre y el valor residual. Los resultados que obtenga cada empresa siguiendo este modelo, le servirá a sus directivos para tomar decisiones que les permitan cumplir con lo que se han propuesto, además se concluye que gracias a este método se puede obtener una fundamentación teórica del valor en el que una empresa se comercialice, también se asegura que esta metodología puede ser utilizada tanto en grandes como en medianas y pequeñas empresas ya que proporciona una información confiable y sin tantas falencias como otros métodos tradicionales.

eValora Financial Advisory (2018) es una empresa que se encarga de brindar el servicio de valoración y que publica un documento denominado “Manual de Valoración de Empresas” para dar a conocer algunas de las metodologías que consideran mejor y que ellos utilizan, dentro de las cuales se encuentran el flujo de caja descontados, los

múltiplos de valoración de empresas cotizadas, múltiplos de transacciones comparables y ratios de factores de éxito por sectores. El primero de ellos es importante porque considera el valor del dinero en el tiempo, claramente utiliza los flujos de caja libres para realizar proyecciones de 5 a 10 años con base a datos pasados y analiza algunos factores profundamente, en ocasiones llevan a cabo un análisis de sensibilidad sobre los mismos o preparan escenarios para ver como la empresa se ve influenciada por el mercado, además utilizan una tasa de descuento denominada WACC que permite traer a valor presente dichos flujos para lo cual se utiliza el coste de la deuda y el de recursos propios, seguidamente se calcula un valor residual (valor más allá del periodo de proyección) mismo que se lo puede obtener través de un crecimiento constante (modelo de Gordon) o a través de múltiplos basados en el valor de la empresa, finalmente al valor residual se le suman los flujos de caja libres descontados y se obtiene el valor final. La segunda de las metodologías más utilizadas es la de valoración por múltiplos de empresas cotizadas en donde se comparan empresas entre sí debido a que son similares, supone que las compañías cotizadas en la bolsa cuentan con valores justos y los pasos a seguir son los siguientes: identificar empresas que se encuentran en el mismo segmento de mercado o que tienen características parecidas a la empresa a valorar, después eligen los múltiplos que proporcionan una medida más precisa en el valor realizando ajustes necesarios y para terminar se multiplica las cifras pertinentes de cada empresa con el múltiplo. Dentro de esta metodología se puede calcular múltiplos basados en el valor de acciones, que se consideran más justos y reales y los basados en el valor del negocio que relacionan al valor de la compañía con una medida de la actividad relacionada con el valor. La siguiente metodología es por múltiplos de transacciones comparables, la diferencia con el anterior método es que los datos que se utilizan vienen de transacciones de compra, venta y fusiones, además para llevar a cabo este proceso hay que tener en cuenta que la información es más difícil de obtener pero que una vez que se cuenta con ella los resultados pueden ser muy interesantes porque se están comparando empresas de características y tamaños más similares que en el de empresas cotizadas. El último método aplicado por eValora, es el de ratios de factores de éxito sectoriales el cual utiliza indicadores comerciales, es decir, una medida de capacidad para comparar compañías similares. Se concluye que las metodologías más

utilizadas son los múltiplos de valoración y el descuento de flujos de caja, sin embargo hay que tener cuidado en la aplicación de ellos porque el primero puede estar influenciado por el mercado, sus condiciones cambiantes y las políticas contables que se lleven a cabo y el segundo de igual manera por el mercado y porque puede medir a la empresa en términos absolutos así que lo más recomendable es realizar ambas valoraciones para tener un panorama más general y tomar una mejor decisión.

En concordancia con los autores anteriores, Vilca (2018) presenta su trabajo denominado “Valorización de empresas mediante los métodos de descuento de flujo de fondos” en donde se busca estudiar y comparar las distintas metodologías de valoración a fin de encontrar cuál de ellas es la mejor para que los accionistas puedan conocer la rentabilidad de sus inversiones. El primer método es el de valor patrimonial neto y dentro de él encontramos otras cinco formas de valorar, la primera de ellas es el de valor contable el cual únicamente consta de la diferencia entre el activo total y el pasivo total con los valores que se muestran en el Estado de Situación Financiera, además existe también valor contable ajustado que intenta mejorar algunas imperfecciones del método anterior, tenemos también al valor de liquidación el cual se obtiene del ingreso de la venta de activos y cancelación de deudas sin olvidar que los gastos en que se incurre al realizar una liquidación también son asumidos por la empresa en cuestión, el valor sustancial que muestra la cantidad de dinero que se invertiría si es que se intentara tener una compañía similar a la que se está valorando y por último la de valor en libros vs valor de mercado pues al cotizar en bolsa el valor para las acciones es distinto al estimarse ganancias futuras. El segundo método es el que se basa en la cuenta de ingresos declarados, este obtiene el valor de una empresa de acuerdo a sus beneficios, dividendos, ventas u otros indicadores, siendo uno de ellos el PER Relativo que no es más que una relación entre el precio-beneficio de una compañía con respecto a un grupo de ellas, lo importante en este tipo de valoración es que a pesar de los indicadores que se escojan se debe tener presente que las compañías con las cuales se les va a comparar deben ser correctamente elegidas. El tercer método sugerido es el mixto en donde se puede determinar el valor intangible de la compañía, pues representa los valores con los que cuenta la empresa, pero no se encuentran reflejados en el estado de situación

financiera. Finalmente se presenta el último método que es el de descuento de flujos de caja libre en donde se obtiene el valor de la empresa a través de los flujos que se espera que la empresa genere a futuro descontándolos a una tasa según su riesgo, ese método es importante debido a que trabaja con el riesgo y con el valor del dinero en el tiempo. Vilca afirma que muchas de las empresas utilizan este último método para obtener una referencia al momento de comercializar acciones o compañías enteras en sí.

Por otra parte, se investiga el tema de Fernández (2019), denominado “Métodos de valoración de empresas” en donde inicialmente menciona los propósitos para los cuales es importante realizar una valoración, entre ellos tenemos operaciones de compra y venta de empresas, valoraciones que se hacen para cotizar en bolsa, llegar a un precio justo de venta de acciones, casos de herencias y testamentos, tomar decisiones estratégicas sobre continuidad, realizar planificación estratégica, etc. Se señala seis diferentes métodos de valoración, pero se explican los más conocidos que son cuatro según el autor. El primero de ellos hace referencia a métodos basados en el balance, aquí se calcula el valor de la empresa en base a los estados de la misma, es así que aparecen derivaciones de este método tales como valor contable, en donde se utiliza los valores que se encuentran exactamente en el balance, el valor contable ajustado que toma ciertas cuentas de los balances para ajustarlas a su valor de mercado aproximado, el valor de liquidación del cual se deduce del valor del patrimonio los gastos de liquidación del negocio, el valor substancial que considera la inversión que se realizaría al crear otra empresa igual a la que se está valorando y el valor de mercado. La segunda forma de valoración que presenta este autor es la de métodos basados en la cuenta de resultados, a través de múltiplos, en este apartado se valora a la empresa de acuerdo a la cantidad de beneficios, ventas, ingresos u otro indicador, multiplicado por un coeficiente. La primera propuesta para realizar este método es el PER, en donde el valor de las acciones se obtiene de la multiplicación del beneficio neto actual por dicho indicador. La segunda forma de llevar a cabo la valoración es con el valor de los dividendos, pues se considera que el valor de una acción es igual a los dividendos que se esperarían obtener de la empresa. También se aplica el método a través del múltiplo de las ventas en donde el valor de la empresa se obtiene de la multiplicación de las ventas

por un número según la coyuntura del mercado. Y finalmente, muestra otros indicadores que se pueden utilizar bajo esta metodología. La tercera propuesta del autor son los métodos mixtos, la valoración de las empresas en esta ocasión son el resultado de la suma del activo neto y el valor de fondo de comercio, mismo que se define como la diferencia entre lo que se paga por una empresa y el valor contable con el que la compra se ve reflejada. Y por último y más importante explica la valoración a través de flujos de caja descontados en el cual se pronostican partidas relacionadas a la generación de cash flow para a continuación aplicar la fórmula de valor presente con dichos flujos tomando en consideración el valor residual de la empresa. Con el objetivo de conocer cuál es el valor actual del mercado de la deuda existente se procede al cálculo de la tasa de descuento adecuada que para este caso se afirma que es el WACC y se procede con la valoración de empresas como se mencionó anteriormente. En este estudio Fernández saca a relucir temas importantes como son: qué método se debe emplear, opiniones de ciertos especialistas en valoración, qué factores afectan el valor, las burbujas de las bolsas de valores, etc.

2.1.2. Fundamentos teóricos

2.1.2.1. Valoración de empresas

Según la Real Academia Española (2001) y en términos generales, el valor es aquello que proporciona un grado de utilidad a las cosas lo cual permite brindar bienestar, satisfacer necesidades o deleite, y en el campo de las finanzas este concepto se aplica de igual manera con respecto a las empresas, sin embargo, hay que aclarar qué valor y precio, a pesar de que muchas veces son confundidos, no significan lo mismo. Podemos diferenciar estos dos conceptos con el propio de valoración de empresas, pues al momento de determinar el valor de una empresa un accionista puede conocer el valor intrínseco de la misma, la rentabilidad que se ha generado frente a sus inversiones y cómo mejorarla, además en base a ello, si es que desea comercializar se puede definir un punto de referencia para posteriormente fijar lo que se pagará por ella, este último rubro es el que se conoce como precio (Vilca, 2018).

Debido al constante cambio en el mercado, en la actualidad es común la compra, fusión y ventas de empresas o parte de ellas, además de esto, casos de herencias, testamentos,

toma de decisiones estratégicas, armar planificaciones, etc., son factores que demuestran lo importante que es una valoración pues permite obtener una referencia fundamentada con la cual se puede actuar de forma más segura (Fernández, 2019). La valoración de empresas se define como los pasos interrelacionados que se lleva a cabo con el fin de cuantificar el patrimonio de la empresa y sus componentes, encontrar un rango de valores que permita tanto a los dueños del negocio como a compradores tener una idea clara al momento de tomar decisiones (Tovar Posso & Muñoz Martínez, 2018), además permite obtener una contabilización del valor futuro tanto a corto como a largo plazo, sin embargo hay que tener en cuenta que para ello es importante separar lo que se sabe de lo que se proyecta pues existen diferentes formas de obtener un valor, además los resultados pueden variar de método a método e incluso entre personas que realicen dicha valoración (Jaramillo, 2016).

Coincidiendo con lo anterior, Caballer (como se citó en Valencia, 2018) menciona que se debe tener en consideración los siguientes aspectos:

- La valoración de empresas debe separar el enfoque económico del resto de enfoques o perspectivas.
- La valoración se debe apoyar en hipótesis concretas.
- Se debe tener en claro cuál es la finalidad de la valoración.
- Utilizar cálculos basados en información técnica y económica.
- Toda la información influye sobre el valor de la empresa.

2.1.2.1.1. Métodos de valoración

Según como lo menciona Fernández (2019), los métodos para evaluar empresas se clasifican en seis grupos, balance, cuenta de resultados, mixtos (goodwill), creación de valor, opciones y descuento de flujos.

2.1.2.1.2. Balance

Existen diferentes maneras de obtener el valor de una empresa a través del balance, sin embargo, todas ellas pretenden determinar dicho valor a través del patrimonio pues se considera que este método está fundamentado únicamente en los datos presentes en los balances. El problema con ello es que no se considera el valor del dinero en el tiempo,

por lo tanto, la evolución futura que pueda llegar a tener la empresa, ni si quiera se toma en cuenta factores como recursos humanos, administrativos, la situación del sector u otros que no se encuentran plasmados en los estados financieros de las empresas (Fernández, 2019).

2.1.2.1.3. Métodos basados en la cuenta de resultados (múltiplos)

Este método permite la valoración de empresas con datos encontrados en el estado de resultados, es así que magnitudes como beneficios, ventas, resultados, EBIT, EBITDA, etc., son comparados con los de otras compañías similares para así obtener una media y posteriormente utilizando múltiplos, se obtiene diferentes resultados de valoración (Jaramillo, 2016). Existen dos maneras de utilizar este método, la primera es comparando empresas que han realizado recientemente operaciones de compra - venta y la segunda es con empresas que cotizan en bolsa (Marquéz, 2017), sin embargo, esta última funciona bajo la idea de que los mercados son eficientes y se paga un precio justo por las acciones (eValora Financial Advisory, 2018). El problema que se presenta con esta metodología es que para que la valoración sea adecuada se debe encontrar empresas que sean similares en muchos aspectos a la que es objeto de valoración, además hay que tomar en cuenta que una vez seleccionadas dichas compañías se debe conseguir la información contable de las mismas, cosa que resulta complicada en algunos casos cuando los datos no se encuentran publicados o no se tiene acceso fácil a los mismos y finalmente hay que tener en consideración un correcto escogimiento de múltiplos a analizar pues al hacerlo mal, no se tendrá información eficiente (Marquéz, 2017).

2.1.2.1.4. Métodos mixtos basados en el fondo de comercio o goodwill

Según Fernández (2019), se puede obtener el valor de la empresa sumando el valor del activo neto más el valor del fondo de comercio, pues de esta manera se consideran los elementos inmateriales que posee la empresa y que a pesar de que no se encuentran detallados en los balances, si representan una ventaja con respecto a otras compañías (Jaramillo, 2016), en caso de que dichos activos se encuentren plasmados en la contabilidad, este método los ayuda a adquirir un valor mayor al que se presenta en

libros. Los principales factores que se toman en cuenta para esta valoración son: reputación de la empresa, liderazgos sectorial, conocimiento de mercado, marcas, know how (Vilca, 2018), calidad de la cartera de clientes, alianzas estratégicas (Fernández, 2019), entre otros y su forma de cálculo normalmente llevada a cabo es de dos formas: una estática con los activos de la empresa y otra dinámica en donde se cuantifica el valor que generará la empresa a futuro (Jaramillo, 2016), sin embargo el problema radica en que en su mayoría el GoodWill es creado por la misma empresa (Vilca, 2018) y no existe una forma comúnmente aceptada o estándar para realizarla.

2.1.2.1.5. Creación de valor

Con este método se exige la identificación de los agentes que están generando valor en la empresa, así como una correcta administración de los mismos, pues se cree que al operar con generadores de valor operativos y financieros se logra determinar la capacidad de generar fondos al futuro (Jaramillo, 2016). Valencia (2018) afirma que se crea valor cuando una empresa genera tal rentabilidad que lo que invirtieron los socios supera el Costo de capital de los fondos propios e incluso superan las expectativas.

2.1.2.1.6. Opciones

Para llevar a cabo una valoración a través de este método inicialmente se debe conocer el valor de mercado de la empresa (Jaramillo, 2016), se justifica la utilización de este método cuando existe una importante volatilidad en los flujos de caja libre proyectados, también cuando exista la posibilidad de que la empresa se expanda o bien por su catálogo de productos o por abordar nuevos mercados o caso contrario cuando se reduzca su actividad o ingresos o cuando se abandona su actividad principal pero aun cuenta con activos o se va a traspasar la empresa a otra entidad (Aznar, López , Cayo, & Vivancos, 2018).

2.1.2.1.7. Descuento de flujos de caja

Autores como Álvarez, García, y Borraez, (2006), López (2007) y Fernández (2008) (como se citó en Jaramillo, 2016) mencionan que el descuento de flujos de caja es el método de valoración más utilizado, pues considera el valor del dinero en el tiempo y

entrega a los analistas meticulosos una herramienta muy poderosa (eValora Financial Advisory, 2018), además ayuda comprobando si las estrategias empresariales que se aplican a largo plazo están generando o destruyendo valor (Valencia, 2018). Cabe resaltar que esta metodología se realiza en empresas que son rentables o que se estima que tendrán una gestión continuada, es decir, que no serán liquidadas (Marquéz, 2017). Trahan y Gitman (como se citó en Armijos, 2015), mencionan que la manera en la que se obtiene el valor del activo o empresa se da cuando se descuenta una serie de flujos que se supone que la empresa generará a futuro, con una adecuada tasa que se encuentra en función del riesgo de dichos flujos.

Como se mencionó anteriormente, varios autores concuerdan que este método es el más utilizado y fiable y algunas de las razones son las siguientes:

- Basa al concepto de valor en el potencial que tienen las empresas de crear recursos.
- Toma en consideración al riesgo.
- Intenta contar con homogeneidad en la información (Vilca, 2018).
- Proporciona mejores y más precisas estimaciones que cualquier otra valoración.
- Estima el valor intrínseco de las empresas con términos absolutos.

2.1.2.1.7.1. Valor presente neto

Representa al valor actual de una entrada o salida de efectivo a futuro. Fernández (2019) afirma que al encontrar el valor actual de los Flujos de caja libres que pudieran generar las empresas a futuro tomando como base un periodo de cinco años y descontándolo a una tasa que incorpore el riesgo y posteriormente realizar el mismo procedimiento con el valor a largo plazo, se puede identificar una mejor aproximación al valor de las empresas (Armijos, 2015).

2.1.2.1.7.2. Elementos básicos del método de descuento de flujos de caja

eValora Financial Advisory (2018), menciona que para realizar una valoración por el método de descuento de flujos de caja se debe contar indispensablemente con el flujo de caja libre, coste promedio ponderado de capital (WACC), horizonte temporal y valor residual, mismos que a continuación se explican a mayor detalle.

1. Flujos de caja

Hay que tomar en consideración que existen diferentes tipos de flujos y que para cada uno de ellos se utiliza una tasa de descuento diferente y apropiada a cada caso. (Fernández, 2019).

Flujo para los accionistas (CFac)

Este flujo es el que se reparte a los accionistas una vez que se resta del flujo de fondos libre los pagos del principal e intereses y se ha sumado las aportaciones de nueva deuda, es decir, cuando ya se han cubierto la inversión en activos fijos, las Necesidades Operativas de Fondos, se han abonado ya las cargas financieras y devuelto el principal. Hay que recalcar que, al momento de realizar proyecciones, el valor de este flujo debe coincidir con los dividendos y pagos esperados a los accionistas, además es importante mencionar que al actualizar dichos flujos se está valorando las acciones de la empresa (Fernández, 2019), por lo que al hacerlo se debe utilizar la correcta tasa de descuento que para este caso será el rendimiento que esperan obtener los socios (k_e) (Vilca, 2018).

Flujo para la deuda (CFd)

El objetivo de este flujo es encontrar el valor de mercado actual de la deuda que ha contraído la empresa, la mayoría de veces éste es igual a su valor contable, es decir, a su valor en libros pues éste resulta ser una buena aproximación al mismo (Fernández, 2019). La manera de calcularlo es sumando los intereses generados de la deuda más las devoluciones del principal descontándolo a la tasa de rentabilidad exigida a la deuda (coste de la deuda, k_d) (Vilca, 2018).

Capital cash flow CCF

El Capital cash flow es la suma de los dos anteriores flujos, es decir, aquel que es para poseedores de deuda y para las acciones, según lo manifiesta Fernández (2019).

Flujo de fondos libre (FCF)

La utilización de estos flujos nos muestra el valor de las empresas de manera rápida, directa y correcta (Vilca, 2018) puesto que se reflejan las entradas y salidas del efectivo

que resultan de los movimientos que han ocurrido en algunos rubros del Estado de Situación Financiera y el Estado de Resultados (Tovar Posso & Muñoz Martínez, 2018). Cabe aclarar que, este concepto será abordado posteriormente a más profundidad.

2. Coste promedio ponderado de capital (WACC)

Tal como lo menciona Marquéz (2017) y Vilca (2018), en los trabajos de valoración la determinación correcta de la tasa de descuento con la que se calculará el valor actual de los flujos libres, tiene una especial relevancia ya que su principal función es cambiar el dinero a futuro en dinero presente, pues si no se determinara con precisión, el valor que se obtendría de la actualización de los flujos de caja futuros podría ser demasiado alto o demasiado bajo (eValora Financial Advisory, 2018). Esta tasa es el Costo promedio ponderado de capital denominado WACC (Armijos, 2015), misma que permite medir el costo de financiación de la empresa, debido a que representa un promedio de los rendimientos exigidos por los prestamistas de fondos y por los accionistas de la empresa (Jaramillo, 2016), valor que es equivalente al Costo de oportunidad de otras inversiones, por este motivo es importante mencionar que en el cálculo de la rentabilidad exigida se debe incorporar el concepto de riesgo y por lo tanto considerar los siguientes aspectos:

- Prima de riesgo: al invertir en una cartera diversificada.
- Riesgo sistemático/de mercado: representa la afectación en un sector determinado.
- Riesgo no sistemático/específico: se da por los factores internos de un negocio. En la misma línea Fitó (como se citó en Tovar Posso & Muñoz Martínez, 2018) asegura que el valor actual de un negocio es más pequeño cuando el riesgo inherente a dicho negocio es mayor.

Además, la tasa de descuento deberá cumplir con estos requisitos:

- Ser la media ponderada del costo de las fuentes de financiación de la empresa.
- Tomar en cuenta el costo impositivo.
- Ajustarse al riesgo de los proveedores de fondo (Marquéz, 2017).

Para determinar el Costo promedio ponderado Aznar, Cayo & Cevallos (2016), mencionan que se debe contar con el coste de la deuda (K_d), tipo impositivo (t), coste de

los recursos propios (K_{rp}), el cociente entre exigible y total pasivo más patrimonio y entre neto patrimonial con total pasivo más patrimonio que presenten cada empresa.

Coste de la deuda (K_d)

Es el promedio de la tasa de interés que las empresas pagan por los créditos y préstamos que han recibido, es decir, es el costo que a una empresa le implica obtener activos. eValora Financial Advisory (2018) afirma que es posible conocer el costo de cada recurso ajeno por separado, sin embargo, para la práctica se utiliza una media del coste total de la deuda. Por otro lado, Vélez (como se citó en Tovar Posso & Muñoz Martínez, 2018) menciona que el valor del costo de la deuda es importante conocerlo año a año debido a que puede variar por los plazos y costos de cada fuente de financiación.

A pesar de que Aznar, Cayo & Cevallos (2016) mencionan que el valor del coste de la deuda está en los documentos financieros de la empresa, Marquéz (2017) menciona que existen variables que si influyen en la determinación del mismo, tales como:

- Tipo impositivo de la sociedad.
- Tipo de interés de mercados interbancarios.

Coste de los recursos propios CAPM (K_{rp})

Es la rentabilidad que exigen los accionistas por los recursos que han invertido en una empresa (Marquéz, 2017) una vez que han considerado el riesgo que hay en la misma y por lo cual no han invertido en otros negocios con equivalente riesgo (Tovar Posso & Muñoz Martínez, 2018). Marquéz (2017) de igual manera menciona que el coste de los recursos propios debe:

- Ser mayor que la tasa de interés que se proporciona a una inversión sin riesgo.
- Debe considerar tanto el riesgo sistemático como el específico que ocurre para la empresa.

Tal como lo menciona eValora Financial Advisory (2018), para calcular el coste de los recursos propios, el método que más se utiliza es el CAPM (Capital Asset Pricing Model) que significa Modelo de Fijación de Precios de Activos de Capital y permite obtener el precio de un activo, cartera de inversiones o pasivo (Valencia, 2018) además,

como lo mencionan Trujillo y Martínez (citado en Tovar Posso y Muñoz Martínez, 2018) tiene en cuenta los riesgos existentes en el mercado y los betas donde la empresa opera y no sólo el Costo de oportunidad en el que incurren los accionistas al invertir a cambio de deudas con terceros. Para el cálculo del CAPM se necesita conocer la tasa libre de riesgo (R_f) y la prima de riesgo.

Tasa libre de riesgo (R_f)

La tasa libre de riesgo es la rentabilidad que un inversionista obtiene al realizar una inversión con un riesgo mínimo de incumplimiento o de plano, riesgo nulo (Tovar Posso & Muñoz Martínez, 2018). Un activo se encuentra libre de riesgo cuando no presenta diferencia entre el rendimiento esperado y el que ha obtenido en realidad. Para que un activo sea considerado “libre de riesgo” necesita cumplir las siguientes características:

- El emisor del activo no debe incurrir en riesgo de insolvencia.
- No debe existir incertidumbre con respecto a los flujos esperados de los activos.

Según Marquéz (2017), los activos que podrían utilizarse para calcular la tasa libre de riesgo son los títulos de deuda pública como por ejemplo las letras del Tesoro a 1 año, la deuda pública a 10 años y también a plazos superiores a eso y los bonos del tesoro del mercado de Estados Unidos a 10 años que es el más recomendado (Valencia, 2018) debido a que como lo mencionan Milla y Martínez y Vargas (como se citó en Tovar Posso & Muñoz Martínez, 2018) ese tiempo es menos sensible a la inflación y está más acorde al horizonte temporal utilizado para la proyección de flujos de caja libre de una empresa, además que el mercado de estos valores es líquido, libre de riesgo, cuenta con garantía del Estado y su rendimiento es fiable (eValora Financial Advisory, 2018).

Prima de riesgo de mercado ($R_m - R_f$)

Mide la rentabilidad adicional que exigen los inversionistas al haber asumido el riesgo en ese negocio y no en uno en donde la rentabilidad sea segura y en el mismo periodo de tiempo. Según Tovar Posso & Muñoz Martínez (2018), la rentabilidad del mercado se la puede obtener a través del índice Standard & Poors 500 y NYSE Composite Index,

que asocian a las acciones de varias industrias y que muestran lo que los inversionistas de todo el mercado demandan. A la prima de riesgo se la calcula con la diferencia entre el rendimiento histórico esperado del mercado y la tasa libre de riesgo (eValora Financial Advisory, 2018), aunque para Marquéz (2017) existen diversas modalidades para la estimación de esta prima:

- A través de observaciones históricas (más utilizado).
- Según las expectativas de rendimiento en los mercados.

Además, menciona que los expertos recomiendan utilizar una prima de riesgo basada en estos criterios:

- Medir la prima de riesgo en el periodo histórico más largo que sea posible.
- Medir la prima de riesgo en relación con el bono de 10 años.
- Realizar ajustes debido al índice de supervivencia de las empresas.

Para la obtención de dicha prima es necesario contar con un coeficiente de riesgo y la rentabilidad del mercado en el que se encuentra la empresa.

Coefficiente de riesgo (β)

Es un coeficiente de volatilidad del riesgo no diversificable (sistemático), mide la relación que existe entre el riesgo de una inversión en relación al riesgo del mercado (Aznar, Cayo , & Cevallos, 2016), ya que muestra la sensibilidad de la rentabilidad de una acción de acuerdo a como se mueve el mercado. Cabe mencionar que es importante tener en cuenta el coeficiente β debido a que este es un riesgo que como lo menciona Marquéz (2017) no puede eliminarse con la diversificación, pues se da por lo que le ocurre a la economía en su conjunto gracias a factores como eventos políticos, inflación, tasas de descuento, entre otros (Tovar Posso & Muñoz Martínez, 2018) y que por lo general afecta a todos.

Otro aspecto relevante con respecto al coeficiente es que se debe seleccionar bien el mercado de referencia con el cual se va a trabajar, porque este debe estar conformado por las empresas que son similares a la que se va a valorar y de él se obtiene la rentabilidad esperada tomando en cuenta las rentabilidades históricas, datos macroeconómicos y tipo de mercado (Aznar, Cayo , & Cevallos, 2016).

Según Marquéz (2017), el resultado obtenido del coeficiente β se interpreta de la siguiente manera:

- $\beta > 1$: La variación que experimenta el rendimiento de las acciones es superior a la que experimenta el mercado, es decir, el riesgo que presenta la empresa es mayor al riesgo medio del mercado.

- $\beta = 1$: La variación que experimenta el rendimiento de las acciones es similar a la que experimenta el mercado, es decir, el riesgo que presenta la empresa es similar al riesgo medio del mercado.

- $\beta < 1$: La variación que experimenta el rendimiento de las acciones es inferior a la que experimenta el mercado, es decir, el riesgo que presenta la empresa es menor al riesgo medio del mercado.

Rentabilidad esperada de mercado (R_m)

Es la tasa que se espera obtener con respecto a la rentabilidad del mercado en el que se encuentra la empresa a valorar o un activo (Valencia, 2018).

Hay que tomar en consideración que la estructura financiera de las empresas también forma parte importante dentro del cálculo del WACC, aquí se mide el nivel de apalancamiento de cada una, tanto de recursos propios como de ajenos.

3. Horizonte temporal

En palabras de Marquéz (2017), es importante que en un inicio se realice una revisión analítica de los datos históricos de la empresa, pues de esa manera se puede conocer cómo ha sido el comportamiento las principales cifras del negocio en el pasado y así poder inferir su evolución a futuro, esta información pasada se puede recabar de las cuentas anuales históricas (de 3 años atrás), mismas que sirven a la alta dirección en la elaboración de presupuestos, proyecciones financieras o planes de negocio. El nombrado análisis histórico es un período de tiempo en el que la empresa cuenta con información conocida y exacta en donde normalmente se utiliza Estado de Situación Financiera, Estado de Resultados y otros estados con el fin de encontrar los flujos correspondientes a años anteriores (Tovar Posso & Muñoz Martínez, 2018). Una vez

realizado el análisis histórico se efectúa proyecciones financieras (Jaramillo, 2016) a pesar de que no existe un criterio único para definir ese tiempo, generalmente se utilizan 5 años, se recomienda que si el estudio se lleva a cabo en un mercado estable, el horizonte de tiempo sea mayor a que si se desarrolla en condiciones de inestabilidad (Tovar Posso & Muñoz Martínez, 2018). Para el análisis a futuro hay que tomar en consideración que la empresa no contará con esa información, por lo que es necesario estimar los resultados que se obtendrá de las actividades de la empresa. La obtención de los flujos futuros también ayudará a evaluar si las estrategias empresariales que se están llevando a cabo son generadoras o destructoras de valor (Valencia, 2018).

4. Valor residual

Debido a que es imposible calcular los flujos de caja libre siempre, se fija un horizonte de tiempo limitado de estimación de los mismos y se determina el valor residual que es aquel que refleja todos los flujos de caja libres de un negocio más allá del periodo proyectado (Jaramillo, 2016) siempre y cuando la empresa se haya consolidado y siga produciendo. Para eValora Financial Advisory (2018) en el valor residual es en donde se concentra la mayor parte de valor y afirma que es importante poner más esfuerzo en el cálculo del mismo que incluso intentar predecir los 5 años de flujo de caja, de igual manera Rojo (como se citó en Tovar Posso & Muñoz Martínez, 2018) mencionan que el valor residual puede llegar a representar más del 60% o 70% de valor de la empresa.

Cuando se realiza el cálculo de este valor se debe considerar los siguientes aspectos importantes:

- Se utiliza una tasa de crecimiento esperado denominada “g”, misma que no puede ser mayor al crecimiento esperado de la economía, inflación o PIB.
- En muchos casos, el importe que se obtiene del valor actual del valor residual podría ser muy elevado (Marquéz, 2017).

Existen dos maneras de calcular el valor residual, uno de ellos es a través del modelo de Gordon y el otro es por múltiplos de salida.

- Modelo de Gordon: sucede cuando el crecimiento de flujos de caja es constante, por lo que se puede determinar el crecimiento que tendrá la empresa después del periodo explícito, cabe mencionar que un error en la tasa de crecimiento puede

tener una importante influencia en el valor residual (Armijos, 2015). La tasa de crecimiento en este método vendrá dada por la tasa de nuevas inversiones, la cual se asimila a la tasa de crecimiento del mercado en el que se desarrolla la compañía.

- Múltiplo de salida: En este método en la empresa se debe reflejar las peculiaridades en el año $n+1$ y se puede utilizar cualquier múltiplo que sea basado en el valor tal como EBITDA, beneficio neto, valor en libros, etc. (eValora Financial Advisory, 2018).

2.1.2.2. Flujo de caja libre

Para Fernández (2019), el flujo de caja libre es aquel que se encuentra disponible para bancos, accionistas u otros acreedores financieros denominados proveedores de fondos sin considerar la estructura de capital, es decir, como que si la empresa únicamente se financiara con sus propios recursos (sin deudas) y después de haber cubierto las necesidades de reinvertir en activos fijos y Necesidades Operativas de Fondos (NOF), a sus acreedores financieros les responden con capital e intereses y a sus accionistas con el pago de dividendos (Tovar Posso & Muñoz Martínez, 2018).

Los fondos que son repartidos pueden ser empleados en:

- Devolver el principal de los préstamos junto con los intereses correspondientes.
- Incrementar inversiones u otros saldos de caja.
- Recompra de acciones o pago de dividendos (eValora Financial Advisory, 2018).

La valoración de empresas con flujos requiere preverlos en el tiempo a futuro por lo que el horizonte temporal explicado previamente es importante para definir los años adecuados y recomendados. (Fernández, 2019). Cabe mencionar que en palabras de Santandreu y Torres (como se citó en Tovar Posso & Muñoz Martínez, 2018), para obtener el valor de la empresa lo más recomendable es utilizar este tipo de flujos.

El flujo de caja libre, como se ha mencionado anteriormente, es una herramienta útil y confiable para valorar empresas y al tener esta función es importante resaltar la importancia de contar con la información de los flujos de caja netos, las Necesidades

Operativas de Fondos y el aumento del activo fijo que ha tenido cada empresa para así poder determinar su resultado final.

2.1.2.2.1. Flujo de caja neto

La Revista de Asesoría Especializada Asesor Empresarial (s.f.) menciona a que el flujo de caja es un instrumento contable que permite conocer los recursos líquidos que la empresa genera gracias a sus actividades ordinarias, además es de ayuda para que los administradores, directivos, dueños o gerentes de empresas puedan analizar información, organizarse financieramente, tener control del dinero y tomar decisiones sobre los diferentes factores económicos de las empresas (Rodríguez, s.f.).

2.1.2.2.2. Aumento en NOF

Formosa (2010) afirma que las Necesidades Operativas de Fondos representan el dinero que la empresa requiere para financiar sus actividades corrientes, es decir, su activo circulante, sin embargo resalta que la empresa se financia automáticamente gracias a su propio proceso productivo. Por otro lado, Amoza (2013), también afirma que este dinero se maneja en el corto plazo pues se lo utiliza para la compra de mercadería y financiar el crédito que se brinda a los deudores y otros que puedan surgir sabiendo que se cuenta con la ayuda de los proveedores. El movimiento de documentos por cobrar, inventarios, efectivo y equivalente y documentos por pagar que ha tenido una empresa determina cuáles son sus Necesidades Operativas de Fondos.

2.1.2.2.2.1. Documentos por cobrar

Para Meza (2007) los documentos por cobrar forman parte de los activos circulantes y representan valores exigibles siendo estos pagarés, hipotecas, letras de cambio o cualquier otro valor que se considere como exigible, estos están compuestos por una fecha en la que inicia la operación, una fecha en la que termina y un porcentaje de interés. Los intereses pueden ser cobrados al final en la fecha de vencimiento, o ser acordados para pago mensual.

2.1.2.2.2. Inventarios

Los inventarios consisten en listas detalladas, ordenadas y valoradas de bienes de una empresa, estos bienes se encuentran agrupados entre similares y se asigna un valor, pues al expresar un valor económico forman parte del patrimonio empresarial. En general las empresas se aprovisionan de bienes para el desarrollo de sus actividades, estos tienden a acumularse, es necesario el manejo y gestión para su conservación. Los inventarios se llevan a cabo para el manejo correcto de almacén, en este se detalla las adquisiciones de la empresa (Cruz, 2017).

Para Guerrero (2017) es importante considerar la cantidad de inventarios que maneja la empresa, pues estos representan una gran cantidad de recurso, los principales inventarios que manejan las empresas son de materias primas y productos terminados.

Para realizar la clasificación de los inventarios hay que tener en cuenta el tipo de producto por ejemplo si este es de caducidad rápida o no, si el artículo tiene mayor demanda que otros, la cantidad de producto que se adquiere, entre otros. (Guerrero, 2017)

2.1.2.2.3. Efectivo y equivalente

De acuerdo con Yepes & Restrepo (2016) el efectivo y equivalentes es uno de los activos más importantes para la empresa, pues es considerado el más líquido y permite hacer frente a las obligaciones en el corto plazo. Además, Guamán Orrala & Mendoza (2018) refieren que su importancia radica en formar parte del ciclo de cobro y pago, por lo tanto, hay que tener cuidado en su manejo para asegurar el crecimiento del negocio.

En cuanto se refiere a considerar un valor como efectivo o equivalente Vargas (2007) afirma que este debe cumplir con el criterio de ser convertible fácilmente en efectivo y obtener un riesgo insignificante al realizar cambios en su valor, es decir, una inversión puede ser calificada como efectivo y equivalente al poseer una fecha de vencimiento cercano desde el momento en que es adquirida.

2.1.2.2.4. Documentos por pagar

Al referirse a los documentos por pagar es importante conocer que estos forman parte del pasivo circulante, son obligaciones que la empresa adquiere en el corto plazo. Uno

de los principales documentos que una empresa firma al adquirir una obligación en el corto plazo es el pagaré, el cual se define como una promesa de pago de cancelar la deuda más intereses.

Estas cuentas son representadas en los balances de acuerdo a la duración de la obligación, al ser en el corto plazo se definen como pasivo circulante, caso contrario son denominados pasivos a largo plazo (Horngren, 2000).

2.1.2.2.3. Aumento en activos fijos

Horngren en su libro Introducción a la contabilidad financiera afirma que los activos de larga vida, son bienes que posee la empresa que generan un ingreso monetario durante varios períodos de tiempo, debido a que estos facilitan la producción de bienes y servicios, sin embargo, estos bienes no son considerados para la venta.

Una vez comprendido el concepto de los activos de larga vida es importante mencionar que Horngren (2000) los clasifica en dos grandes grupos, tangibles (aquellos bienes materiales que pueden verse y tocarse como los terrenos, edificios, vehículos, etc.) e intangibles (no son físicos pero tienen un valor económico grande para le empresa estos son derechos de autor, patentes y marcas).

2.2. Preguntas de investigación

- ¿Cuál es el Costo de oportunidad que se ha definido a través de las betas del mercado que permiten establecer el valor presente de los flujos de caja libre?
- ¿Cuáles son los flujos de caja libre de las empresas del sector de fabricación de productos textiles durante los años 2014 al 2018 que determinan el valor a corto y largo plazo de las empresas?
- ¿El crecimiento del sector de fabricación de productos textiles influye en la valoración de las empresas?

CAPÍTULO III

METODOLOGÍA

3.1. Recolección de la información

Inicialmente se da a conocer un panorama general del sector textil en base a documentos publicados por la Cámara de Industrias y Producción, la Corporación Financiera Nacional, el Honorable Gobierno Provincial, etc. A continuación, la información recaudada para el presente estudio se obtuvo de la SUPERCIAS a través de su portal de información en donde se encuentra el ranking de compañías que presentaron todos los balances y que están divididas por provincias. Una vez que se seleccionó Tungurahua, se puede obtener una base con los datos de todas las empresas y el CIU al que pertenecen por lo cual se puede escoger aquellas que corresponden a la fabricación de productos textiles (C13) (Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, 2012). Además, el portal de información también permite realizar una búsqueda de cada compañía con el dato de expediente, identificación o nombre de cada empresa para acceder a los documentos que las mismas han enviado a la SUPERCIAS por lo que de aquí se obtiene el Estado de Situación Financiera y Estados de Resultados.

3.1.1. Población

La población a ser analizada en el presente estudio corresponde a las nueve empresas dedicadas a la manufactura de productos textiles en la provincia de Tungurahua de las cuales se extraen de la página de la SUPERCIAS ciertos datos de los balances mencionados anteriormente desde el año 2014 al 2018. Al ser una población pequeña, no se trabajará con el cálculo de la muestra, por lo que se estudiará a todas las empresas, siendo éstas las presentadas en la Tabla 1, hay que aclarar que cada código del CIU C13 tiene una descripción, misma que se detalla en el Anexo 1.

Tabla 1. Empresas de fabricación de productos textiles en Tungurahua

Nombre	Tipo de Compañía	Ciudad	Actividad Económica
TEXTILES INDUSTRIALES AMBATEÑOS S.A. TEIMSA	Anónima	Ambato	C1312.01
PRODUTEXTE CIA. LTDA.	Responsabilidad limitada	Ambato	C1311.02
IMPORTADORA TEXTILES TORRES “TORRETEXTIMPORT” S.A.	Anónima	Pelileo	C1399.01
TEXTIL SANTA ROSA TEXSARO C.A.	Anónima	Ambato	C1311.02
CORPORACIÓN IMPACTEX CIA. LTDA.	Responsabilidad limitada	Ambato	C1311.02
COMERCIALIZADORA BUENAÑO E HIJOS TEXCORB CIA. LTDA.	Responsabilidad Limitada	Ambato	C1392.01
INDUSTRIAL Y COMERCIAL TECNORIZO	Anónima	Ambato	C1392.01
PARECO CIA. LTDA.	Responsabilidad limitada	Ambato	C1312.01
CISNECOLOR	Responsabilidad limitada	Pelileo	C1313.01

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (s.f.)

3.1.2. Fuentes primarias y secundarias

La información con la que se trabaja únicamente se la encuentra en noticias, informes, fichas, bases de datos y documentos publicados, sobretodo en la página de la SUPERCIAS de donde se descarga la información previamente mencionada y por lo cual las fuentes son secundarias.

3.1.3. Instrumentos y métodos para recolectar información

La presente investigación es bibliográfica-documental debido a que inicialmente se recaudan datos a nivel general del sector textil, además, porque en su posterior desarrollo únicamente utiliza información publicada en la página web oficial de la Superintendencia. También es un estudio cuantitativo y transversal debido a que se trabaja con valores monetarios pertenecientes a los flujos de caja de las empresas a través de los últimos cinco años, es decir, desde el 2014 al 2018 (año hasta donde se presenta información de la SUPERCIAS). También es de carácter explicativa, pues establece cómo el manejo de la empresa (reflejado en sus flujos de caja) puede llevar a

determinar cuál es el valor que puede tener cada una de ellas y por lo tanto conocer cuál es la mejor valorada en el medio a estudiar. Hay que resaltar que este trabajo tiene una parte correlacional, pues el tercer objetivo determina si el crecimiento de las empresas es independiente o si éstas crecen de forma similar al pertenecer a un mismo sector. Cabe mencionar que para la recolección de información de todos los objetivos se realiza una ficha de registro de datos en donde se incluye la información propicia para poder describir de manera más exacta la investigación que se realiza con la variable. A continuación, se explica mejor como se utiliza el método propuesto.

La metodología que se aplica para valorar a las empresas es la del flujo de caja descontado y para ello primeramente es necesario obtener la tasa de descuento misma que según Álvarez García , García Monsalve & Borraez Álvarez (2006), depende del tipo de flujo que se emplea, y como en este caso el que se utiliza es el de flujo de caja libre, la tasa de descuento que corresponde es el WACC, éste representa al “costo futuro promedio esperado del Costo de capital a largo plazo” y Aznar, Cayo & Cevallos (2016) proponen su cálculo como se muestra en la fórmula (1).

$$K = K_d * (1 - t) * P_d + K_{rp} * P_{rp} \quad (1)$$

En donde:

K= Coste medio ponderado de capital

K_{rp} = Costo de los recursos propios

K_d = Costo de la deuda

t= Tipo impositivo

$$P_d = \frac{\text{Exigible}}{\text{Total pasivo}}$$

$$P_{rp} = \frac{\text{Neto patrimonial}}{\text{Total pasivo}}$$

El cálculo de K_{rp} se lo hace a través de Capital Asset Pricing Model (CAPM), con la fórmula (2) que se presenta a continuación:

$$K_{rp} = R_f + Prima\ de\ riesgo = R_f + \beta * (R_m - R_f) \quad (2)$$

En donde:

K_{rp} = Costo de los recursos propios

R_f = Tasa libre de riesgo

β = Coeficiente de riesgo

R_m = Rentabilidad esperada del mercado

Es importante aclarar que, para la tasa libre de riesgo se toma el valor de los bonos de Estados Unidos a un periodo de 10 años el cual es de 2.69% (Expansión, 2018) que es el porcentaje con el que se cerró el 2018 (último año tomado en cuenta para esta valoración). Por otro lado, la rentabilidad del mercado se obtiene del promedio de las rentabilidades del activo de cada año de las empresas que pertenecen al CIIU C13 (fabricación de productos textiles), dichos datos son publicados en el portal de información de las SUPERCIAS. Finalmente, las betas resultan del cociente entre la covarianza y varianza de las rentabilidades del activo de cada empresa (obtenidas mediante la fórmula 3°) y las del mercado desde el 2014 al 2018, cabe aclarar que para esto, previamente se debe calcular el EBIT de las empresas, mismo que se logra al restar de los ingresos, el valor de gastos operativos, amortizaciones y provisiones (Segovia & Garayalde, 2015).

$$Rentabilidad\ del\ activo = \frac{EBIT}{Activo\ total} \quad (3)$$

El siguiente paso es determinar el cash flow de las empresas, para este caso se lo realiza a través del método indirecto, en donde, como lo mencionan Aznar, Cayo & Cevallos (2016) se calcula con el Beneficio Neto (Resultado del Ejercicio) más Amortizaciones y

posteriormente se obtienen los flujos de caja libres desde el año 2014 al 2018 como se presenta en la fórmula 4.

Cash flow

+ Gastos financieros

- Inversión en activos fijos operativos (4)

- Inversión en Necesidades Operativas de Fondos (NOF)

= FLUJO DE CAJA LIBRE

Posteriormente se utiliza el método de mínimos cuadrados con el que se puede proyectar los FCL para los próximos cinco años 2019, 2020, 2021, 2022, 2023; tal como lo sugiere Amat (2018). El método permite obtener valores futuros en base a datos históricos de la variable a proyectar, la ecuación lineal (fórmula 5) es con la que se trabaja en este caso.

$$Y = ax + b \quad (5)$$

En donde a y b son parámetros los cuales mejor se ajustan a los datos experimentales y se calculan así:

$$a = \frac{n(\sum x_i y_i) - (\sum x_i)(\sum y_i)}{n(\sum x_i^2) - (\sum x_i)^2} \quad (6)$$

$$b = \frac{(\sum y_i) - a(\sum x_i)}{n} \quad (7)$$

Se reemplaza los dos últimos datos obtenidos, en la fórmula 5 y se puede obtener el valor de flujos de caja libre proyectados (Torre la Vega).

A continuación, los flujos serán traídos al presente para poder determinar el valor de las empresas, para lo cual nos basamos en la metodología planteada por Álvarez García, García Monsalve & Borraez Álvarez (2006), en donde se establece realizar una valoración de corto y largo plazo. La primera de ellas se obtiene descontando los flujos futuros del horizonte temporal determinado anteriormente y a través de la fórmula 8.

$$VC = \sum_{j=1}^n \frac{CF_j}{(1+k)^j} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \frac{CF_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{CF_n}{(1+k)^n} \quad (8)$$

En donde:

VC= Valor de la empresa a corto plazo

CF= Flujos de caja de cada período

k= Tasa de descuento

A continuación, se calcula el valor de largo plazo con la siguiente fórmula:

$$VL = \frac{CF_n(1+g)}{(k-g)} \quad (9)$$

En donde:

VL= Valor de la empresa a largo plazo

k= tasa de descuento

g= Tasa de descuento a perpetuidad de la empresa.

El valor que tome “g”, según lo menciona Ortiz (2015) puede ser igual al de inflación y la economía del país en el que se desarrolla la empresa, por lo cual se toma la fórmula (10) propuesta de Aznar, Cayo y Cevallos, en donde la tasa “g” se estima así.

$$g = ((1 + f) * (1 + \Delta PIB)) - 1 \quad (10)$$

El valor calculado anteriormente (VL), es el residual y es aquel que puede tener la empresa al terminar sus funciones por lo cual es importante también traerlo a valor presente, para hacerlo se utiliza la siguiente fórmula:

$$VAL = \frac{VL}{(1+k)^n} \quad (11)$$

El valor de la empresa (VE), se obtendrá de la suma de la valoración de corto y largo plazo.

$$VE = VC + VAL \quad (12)$$

La parte final de este trabajo pretende determinar si los flujos de caja libres del 2019 al 2023 de cada empresa crecen de manera similar o independiente por lo que se aplicará la prueba ANOVA de un factor, pues ésta permite identificar si existe igualdad de medias entre tres o más poblaciones que sean independientes y con datos normales. Para llevar a cabo el estudio se requiere de una variable llamada “Factor”, (en este caso las empresas) y muestras independientes de la variable de interés (flujos de caja del 2019 al 2023 de cada empresa) (Bakieva, González , & Jornet, s.f.). Además, mencionan que, al llevar a cabo esta prueba, se plantean dos hipótesis, H_0 y H_1 .

$H_0 =$ Las medias poblacionales son iguales.

$H_1 =$ Al menos dos medias poblacionales son distintas.

Aplicando estas hipótesis al presente estudio, podemos determinar si las medias de los flujos de cada grupo son iguales entre sí o si es que difieren. A continuación, se presentan las hipótesis planteadas para este caso.

$H_0 =$ El crecimiento de flujos de caja es similar entre empresas.

$H_1 =$ El crecimiento de los flujos de caja es diferente entre empresas.

Zubcoff (s.f.) menciona que, para llevar a cabo este análisis, los datos a estudiar deben cumplir la condición de normalidad y homocedasticidad (la varianza de los errores permanece constante a lo largo del tiempo). Si el valor de significancia de estas dos condiciones es mayor a 0.05 significa que están cumpliendo la condición para poder aplicar esta prueba. De igual manera, al calcular ANOVA, si su valor de significancia es mayor a 0.05 se acepta la hipótesis nula, es decir, la hipótesis de igualdad, por otro lado, en el caso de tener un valor menor a 0.05 se acepta la hipótesis alterna.

3.2. Tratamiento de la información

Como se mencionó anteriormente todos los datos son obtenidos de los Estados de Situación Financiera y Estados de Resultados que se han publicado en la SUPERCIAS de las empresas estudiadas, posteriormente con esta información se realiza una serie de cálculos que permiten conocer como ha sido el manejo de las mismas y así descubrir las razones por las cuales su valoración es como se presenta en este estudio, además parte de esta investigación muestra si existe relación entre el crecimiento de todas estas empresas al pertenecer a un mismo sector o si cada una de ellas crece independientemente.

3.2.1. Análisis explicativo

La valoración de empresas a través del método escogido cuenta con dos factores que son esenciales, el primero que se ha presentado en esta tesis es el cálculo del WACC en donde cada uno de sus componentes juega un papel importante en el resultado final de esta tasa debido a que determina el porcentaje al que se descontarán los flujos de caja y que su valor es muy influyente, pues explica el resultado final alto o bajo de la valoración.

También la determinación de los flujos de caja de cada empresa son explicativos ya que muestran detalladamente cómo se han manejado las cuentas de documentos por cobrar, inventarios, efectivo, documentos por pagar, activo fijo, gastos financieros e ingresos financieros a través de los años para tener como resultado final el flujo de caja que le queda disponible a las empresas. Con ambos componentes se puede explicar el porqué del valor a corto y largo plazo que ha obtenido cada una y concluir cómo su comportamiento determina el valor final de las mismas.

3.2.2. Análisis correlacional

Para dar cumplimiento al tercer objetivo, se busca identificar si el crecimiento de cada empresa depende del sector que se está estudiando o si cada una crece independientemente por lo que se aplica el test de análisis de varianza denominado ANOVA mismo que sirve para comparar diferentes grupos en una variable cuantitativa

(Avila, 2016), además es ideal porque trabaja con muestras independientes y prueba la hipótesis de que si las medias poblacionales son iguales entre sí, o al menos una de ellas es diferente (Grupo de Innovación Educativa). Para llevar a cabo este procedimiento se trabajará en el programa estadístico SPSS en donde tenemos la opción de verificar si los datos son normales y homogéneos, además a través de la comparación de medias y el estadístico “ANOVA de un factor” podemos lograr el objetivo propuesto. Cabe aclarar que para este estudio se ha denominado una letra a cada empresa como se puede apreciar en la Tabla 2 con el fin facilitar el tratamiento de la información.

Tabla 2. Notación de la variable factor

Nombre de la empresa	Letra asignada
TEIMSA	A
PRODUTEXTI	B
TORRETEXTIMPORT	C
TEXSARO	D
IMPACTEX	E
TEXCORB	F
TECNORIZO	G
PARECO	H
CISNECOLOR	I

Fuente: Elaboración propia

3.3. Operacionalización de las variables

3.3.1. Operacionalización de la variable dependiente: Valoración de empresas.

Tabla 3. Operacionalización de la variable dependiente: Valoración de empresas

Concepto	Dimensiones o categoría	Indicadores	Items	Técnica e instrumento
Para Miguel S., como se citó en (García & Montes, 2018), en términos financieros, valorar es pronosticar el resultado a futuro de un activo o entidad para identificar oportunidades en el mercado y hacer cambios que sean necesarios en la organización (Armijos, 2015).	Resultado a futuro	Valor de la empresa a corto plazo	¿Cuál es el VAN de las empresas a corto plazo?	Ficha de registro de datos
		Valor de la empresa a largo plazo	¿Cuál es el valor residual de las empresas?	Ficha de registro de datos

Fuente: Elaboración propia

3.3.2. Operacionalización de la variable independiente: Flujo de caja libre

Tabla 4. Operacionalización de la variable independiente: Flujo de caja libre

Concepto	Dimensiones o categoría	Indicadores	Items	Técnica e instrumento
Toma en cuenta las entradas y salidas de efectivo de una empresa, valor al cual se le descuentan las Necesidades Operativas de Fondos y la inversión en activos fijos (Armijos, 2015) dejando el efectivo disponible para cubrir las deudas y pagar a los accionistas.	Flujo de caja neto (Resultado del ejercicio+Amortizaciones)	Cantidad de dinero generado de las entradas y salidas de efectivo	¿Cuál es el flujo de caja neto de las empresas del CIU fabricación de productos textiles?	Ficha de registro de datos
	Necesidades Operativas de Fondos (NOF)	- Cantidad de dinero en cuentas por cobrar. - Cantidad de dinero en inventarios. - Cantidad de dinero en efectivo y equivalente. -Cantidad de dinero en cuentas por pagar	¿Cómo influye la cantidad de dinero invertido en NOF en el flujo de caja libre de cada empresa?	Ficha de registro de datos
	Inversión	Cantidad de dinero invertido en activos fijos.	¿Cómo influye la cantidad de dinero invertido en activos fijos en el flujo de caja libre de cada empresa?	Ficha de registro de datos

Fuente: Elaboración propia

CAPÍTULO IV

RESULTADOS

4.1. Resultados y discusión

Como se mencionó en el capítulo anterior, se inicia presentando aspectos importantes sobre el panorama general del sector de fabricación de productos textiles en el Ecuador durante los años 2014 al 2018, mismo que ha sido desfavorable, pues como lo afirma la Cámara de Industrias y Producción (2018) han tenido que enfrentar un sinnúmero de inconvenientes a nivel de todas las actividades productivas entre las que resaltan los aranceles a las materias primas, los trámites a realizar, la carga tributaria y problemas específicos, que en el caso de los textiles son el contrabando, abastecimiento local de insumos, entre otros. En concordancia con lo mencionado anteriormente, Javier Díaz, quien es Director de la Asociación de Industriales Textiles del Ecuador menciona que existe falta de liquidez debido a la caída de las ventas y de las exportaciones lo que ha traído como consecuencia la reducción de empleos en un 15% para 2016 (Cámara de Industrias y Producción, 2016). Díaz también afirma que esta situación se debe a la desaceleración de la economía del país y que a pesar de que el sector textil presenta un buen manejo de su patrimonio, endeudamiento y apalancamiento, los niveles de venta y las cuentas por cobrar a sus clientes son factores que juegan en contra de esta actividad económica (El Telégrafo, 2019).

La Corporación Financiera Nacional (CFN), publica una ficha sectorial de hilatura, tejeduría y acabados de productos textiles en donde se evidencia que las exportaciones han experimentado una considerable disminución desde el año 2013 en donde se recaudó 24.07 millones de dólares al 2017 en donde su recaudación fue de 17.80 millones corroborando lo mencionado por la Cámara de Industrias y Producción, además cabe mencionar que Ecuador importa productos del sector textil principalmente de China, Perú y Colombia en grandes cantidades lo que dio como resultado una balanza comercial deficitaria en todos los años desde el 2013 (-223.93 millones de dólares) al 2017 (-200.90 millones de dólares).

La CFN a través de su Subgerencia de Análisis e Información (2018) reafirma que el manejo de las cuentas en las empresas textiles con respecto a sus activos, pasivos y patrimonio refleja una variación positiva en este periodo de tiempo, sin embargo, los costos, gastos, utilidad neta y sus ingresos desde el 2013 ha tenido un continuo descenso hasta el 2016, debido a que sus valores fueron de 148.05 a 117.55 millones de dólares respectivamente. Otro factor importante a mencionar a nivel general del sector es que su Retorno de la Inversión (ROA), su Rentabilidad Financiera (ROE) y su Margen Neto también han ido progresivamente decayendo hasta el 2016. Finalmente es importante mencionar que los créditos otorgados por los bancos privados al sector también han decrecido, sin embargo, para el 2017 vuelven a tener un crecimiento tanto por el lado de bancos privados como de las instituciones financieras públicas.

La Hora (2019) indica que Tungurahua ocupa el segundo lugar con respecto a empresas textiles registradas en el país y que estamos despuntando en el tema industrial por lo que el sector representa ingresos grandes en la provincia en donde solo el 5% se queda aquí y el 95% se distribuye al resto del país. Además, el Honorable Gobierno Provincial de Tungurahua, preocupado por las empresas textileras, desarrolló el programa “Organización y Control de la Producción” en donde se pretende mejorar la productividad, la calidad y el cálculo de los costos de producción de todas esas empresas y así sacar adelante a la industria textil (Honorable Gobierno Provincial de Tungurahua, 2018).

Siguiendo con el estudio, la presente investigación permite determinar el valor de las empresas que se dedican a la fabricación de productos textiles, por lo cual el valor presente neto en el horizonte de tiempo planteado a corto plazo (5 años) y en el largo plazo (valor residual) son el punto principal de este trabajo, sin embargo, para llegar a él es necesario tratar previamente la información para contar con los datos necesarios, es por esto que como primer paso para la valoración de empresas a través del método de flujos de caja descontados, se ha definido el cálculo del Costo promedio ponderado de capital, que como se citó en capítulos anteriores es aquel que permite medir el costo de financiación de cada empresa y que en este estudio su valor cambia de acuerdo con los

balances de cada una de ellas. Este valor es equivalente al Costo de oportunidad de otras inversiones, sin embargo, su función principal es cambiar el dinero futuro a dinero presente (eValora Financial Advisory, 2018), por tal motivo se utiliza esta tasa para el descuento de los flujos de corto y largo plazo de cada empresa.

Es importante mencionar que basados en la fórmula de Aznar, Cayo & Cevallos (2016) como se mencionó anteriormente, los componentes que se utilizan para el cálculo del Costo promedio ponderado son las tasas de: deuda, fondos propios, fondos ajenos, impuestos (detallado su cálculo desde el Anexo 3 al Anexo 11) y el Costo de los recursos propios, para el cual se utiliza el CAMP, conformado por la tasa libre de riesgo, la rentabilidad del mercado y la beta tal como se presenta en el Anexo 2.

Una vez que se cuenta con la información antes mencionada, se aplica la fórmula 1 del WACC y se obtienen los Costos promedios ponderados de cada empresa tal como se muestra en la Tabla 5.

$$K = K_d * (1 - t) * P_d + K_{rp} * P_{rp} \quad (1)$$

Tabla 5. Cálculo del WACC

Empresa	K_d Tasa de deuda	T Impuestos	P_d Fondos ajenos	K_{rp} Costo recursos propios	P_{rp} Fondos propio	WACC
TEIMSA	17.80%	23.41%	45.01%	2.68%	54.99%	7.61%
PRODUTEXTI	23.04%	22.60%	72.72%	2.69%	27.28%	13.70%
TORRETEXTIMPORT	3.81%	22.75%	94.59%	2.54%	5.41%	2.93%
TEXSARO	42.25%	18.20%	58.49%	2.71%	41.51%	21.34%
IMPACTEX	8.02%	22.60%	59.44%	2.69%	40.56%	4.78%
TEXCORB	0.00%	15.67%	6.83%	2.64%	93.17%	2.46%
TECNORIZO	14.43%	9.40%	91.61%	2.67%	8.39%	12.20%
PARECO	5.00%	17.60%	40.81%	2.66%	59.19%	3.26%
CISNECOLOR	4.54%	22.00%	47.21%	2.65%	52.79%	3.07%

Fuente: Elaboración a partir de estados publicados por la Superintendencia de Valores, Compañías y Seguros (s.f.)

Con los valores obtenidos del WACC se puede conocer en promedio, como ha sido financiada cada empresa y al querer valorar un sector es importante destacar las tasas

con valores significativos en relación a la totalidad de las empresas que pertenecen al CIU C13. Hay que considerar que para el análisis del WACC, mientras más alta sea esta tasa, menor valor tendrá la empresa y por el contrario, si es más baja, su valoración será más alta, según el postulado de la Comisión de Desarrollo Finanzas y Sistema Financiero Sur (2014).

En la Tabla 5 se observa que TEXSARO tiene un valor correspondiente a 21.34%, esta tasa es la mayor tasa del conjunto de empresas estudiadas, esto se debe a que a pesar de no tener tan elevado su nivel de endeudamiento como en el caso de otras empresas, su coste financiero si es el más alto pues gran parte de sus gastos financieros, se deben a sus obligaciones con instituciones financieras a diferencia de otras empresas que en realidad no han realizado préstamos con terceros en algunos de los años de estudio o que a pesar de tener elevadas obligaciones con instituciones financieras, el costo de la misma, es decir, sus gastos financieros son pequeños debido a que el modelo de amortización de estas empresas consiste en una adecuada distribución de su deuda en el tiempo.

Por otro lado, los valores más bajos de WACC son de 2.93% y 2.46% los cuales corresponden a TORRETEXTIMPORT y TEXCORB respectivamente. En el caso de esta primera empresa se puede apreciar que, a pesar de contar en gran parte con fondos ajenos, el costo de esta deuda es muy bajo, esto podría suponer que cuentan más con pasivo corriente, sin embargo, se puede evidenciar en los balances que su deuda a corto y largo plazo casi van a la par lo que significa que el costo de esa deuda es pequeño debido a que la empresa realiza un adecuado manejo con respecto a la distribución de sus pagos a lo largo del tiempo. En el caso de TEXCORB se puede apreciar que la empresa en gran parte se financia con recursos propios a un bajo costo, además su endeudamiento con instituciones financieras es poco y el coste de éstos es nulo, lo que es positivo para las empresas, pues pueden manejarse con su capital, hay que recordar que como se mencionó anteriormente, una tasa más baja, dará como resultado una mejor valoración de las empresas.

Variable independiente: Flujos de caja libres

Lo segundo a llevar a cabo para la valoración es definir los flujos de caja libre de cada empresa en el periodo de tiempo que se ha elegido que es desde el 2014 al 2018, para esto se calculan los datos de aumento de NOF y aumento de activo fijo tal como se pueden apreciar en los Anexos del 12 al 20. Considerando esta información y la de los estados se calcula los cash flow libres de cada empresa como se muestra a continuación, adicionalmente se proyectan los flujos de caja libre desde el 2019 al 2023 mediante el método de mínimos cuadrados.

Tabla 6. Proyección de flujos de caja TEIMSA

Detalle	2018	2017	2016	2015	2014
Cash flow	\$ 167.351,80	\$ 420.606,82	\$ 428.991,66	\$ 568.525,45	\$ 718.788,54
(+)Gastos Financieros	\$ 217.575,41	\$ 240.099,33	\$ 318.572,88	\$ 0,00	\$ 230.877,28
(-)Ingresos Financieros	\$ 808,80	\$ 194,58	\$ 16.977,61	\$ 17.433,54	\$ 134.202,48
(-)Aumento de NOF	\$ - 1.330.507,75	\$ -680.571,07	\$ -860.173,86	\$ 1.349.781,59	\$ - 1.756.516,22
(-)Aumento de activo fijo	\$ 881.430,07	\$ -101.059,30	\$ -230.367,39	\$ 685.852,68	\$ 1.642.545,41
(=)Flujo de caja libre	\$ 833.196,09	\$ 1.442.141,94	\$ 1.821.128,18	\$ - 1.484.542,36	\$ 929.434,15
	2019	2020	2021	2022	2023
Flujos de caja proyectados	\$ 1.528.534,05	\$ 1.801.954,87	\$ 2.075.375,69	\$ 2.348.796,51	\$ 2.622.217,33

Fuente: Elaboración a partir de estados publicados por la Superintendencia de Valores, Compañías y Seguros (s.f.)

En la Tabla 6 se puede observar que la tendencia de los flujos de caja libres proyectados son al alza, estimando un valor de \$2.622.217,33 para el 2023, esto se da principalmente porque en su mayoría el NOF es negativo siendo su valor más representativo en el año 2014 con \$-1.756.516,22, estos resultados se deben a que se registra una disminución leve de los inventarios mientras que sus cuentas por pagar aumentan considerablemente en los últimos años como se puede apreciar en el Anexo 12 por lo que la empresa obtiene más entrada de dinero, además cabe resaltar que los activos fijos de TEIMSA a

nivel general han aumentado paulatinamente siendo su mayor incremento en 2014 con \$1.642.545,41, sin embargo esa salida de dinero no es muy representativa si se la compara con el aumento de NOF, es por esto que sus flujos de caja son positivos, pues no realiza compras de activos fijos significativos.

Tabla 7. Proyección de flujos de caja PRODUTEXI

Detalle	2018	2017	2016	2015	2014
Cash flow	\$ 246.287,67	\$ 258.648,81	\$ 294.029,44	\$ 539.652,35	\$ 323.221,25
(+)Gastos Financieros	\$ 202.067,97	\$ 88.414,15	\$ 76.358,18	\$ 45.628,68	\$ 1.336,36
(-)Ingresos Financieros	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 4,65	\$ 0,00	\$ 384,22
(-)Aumento de NOF	\$ 2.027.812,37	\$ -35.824,07	\$ 538.578,56	\$ 909.409,16	\$ 1.125.378,35
(-)Aumento de activo fijo	\$ 32.228,19	\$ 68.991,61	\$ 7.579,66	\$ -15.392,76	\$ 210.854,06
(=)Flujo de caja libre	\$ -1.611.684,92	\$ 313.895,42	\$ -175.775,25	\$ -308.735,37	\$ -1.012.059,02
	2019	2020	2021	2022	2023
Flujos de caja proyectados	\$ -731.858,13	\$ -789.520,23	\$ -847.182,33	\$ -904.844,43	\$ -962.506,53

Fuente: Elaboración a partir de estados publicados por la Superintendencia de Valores, Compañías y Seguros (s.f.)

En el caso de PRODUTEXI, como se puede evidenciar en la Tabla 7 las proyecciones de sus flujos de caja libres son negativos, llegando a \$-962.506,53 para el 2023 que es el último año proyectado. Estos resultados son consecuencia de un aumento de NOF significativo pues en ciertos años sus valores llegan a millones y en su mayoría son positivos como es el caso de 2018 con \$2.027.812,37, esto sucede debido a que cuentan con gran cantidad de dinero en inventarios (como se puede apreciar en el Anexo 13), que al estar en stock no le genera ingresos a la empresa, además con los valores registrados en documentos y cuentas por cobrar se puede interpretar que la empresa no está recibiendo dinero porque no ha recuperado su cartera eficientemente. También se puede apreciar que a nivel general ha existido un leve aumento en sus activos fijos con su inversión más fuerte en 2014 con \$210.854,06 pero que de todas maneras significa desembolso para la empresa.

Tabla 8. Proyección de flujos de caja TORRETEXTIMPORT

Detalle	2018	2017	2016	2015	2014
Cash flow	\$ -59.517,24	\$ 174.582,93	\$ 173.891,58	\$ 20.901,23	
(+)Gastos Financieros	\$ 61.953,65	\$ 60.826,96	\$ 3.148,48	\$ 136,80	
(-)Ingresos Financieros	\$ 233,15	\$ 314,48	\$ 520,89	\$ 40,18	
(-)Aumento de NOF	\$ 656.973,17	\$ 541.919,35	\$ 1.012.171,65	\$ 424.190,89	
(-)Aumento de activo fijo	\$ 15.592,62	\$ 29.765,08	\$ 14.385,77	\$ 0,00	
(=)Flujo de caja libre	\$ -670.362,53	\$ -336.589,02	\$ -850.038,25	\$ -403.193,04	
	2019	2020	2021	2022	2023
Flujos de caja proyectados	\$ -665.866,44	\$ 694.672,37	\$ -723.478,29	\$ -752.284,22	\$ -781.090,14

Fuente: Elaboración a partir de estados publicados por la Superintendencia de Valores, Compañías y Seguros (s.f.)

Como se puede observar en la Tabla 8, en el caso de TORRETEXTIMPORT las proyecciones de sus flujos también son negativos y con tendencia a la baja, llegando a \$ -781.090,14 para el 2023. La explicación de este hecho se debe a que el aumento de las Necesidades Operativas de Fondos es muy representativo en comparación a las otras cuentas que forman parte del cash flow libre. En el Anexo 14 se puede observar que la empresa cuenta con fuertes cantidades en inventarios, además sus altos valores pendientes de cobro demuestran que tiene cartera acumulada y no está entrando efectivo a pesar de haber adquirido cuentas por pagar, por lo que TORRETEXTIMPORT a nivel general más ha tenido egresos que ingresos, su valor más relevante es en 2016 en donde NOF ascendió 1.012.171,65. Por otro lado y a pesar de ser un valor pequeño, se puede apreciar que la empresa ha ido incrementando su activo fijo debido a que es nueva en el mercado habiéndose fundado en Noviembre de 2014 por lo que esa inversión también le ha representado salida de dinero en especial en 2017 con un monto de \$29.65,08.

Tabla 9. Proyección de flujos de caja TEXSARO

Detalle	2018	2017	2016	2015	2014
Cash flow	\$ 255,87	\$ -136.025,20	\$ 29.922,03	\$ 9.895,61	\$ 92.938,56
(+)Gastos Financieros	\$ 218.287,61	\$ 211.349,14	\$ 202.979,52	\$ 0,00	\$ 47.058,65

(-)Ingresos Financieros	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 1.101,82	\$ 0,00	\$ 1.356,00
(-)Aumento de NOF	\$ -292.037,60	\$ -314.383,78	\$ -232.907,96	\$ 749.657,65	\$ 731.832,03
(-)Aumento de activo fijo	\$ -100.699,35	\$ 250.823,65	\$ 184.969,46	\$ -214.035,98	\$ -54.142,24
(=)Flujo de caja libre	\$ 611.280,43	\$ 138.884,07	\$ 279.738,23	\$ -525.726,06	\$ -539.048,58
	2019	2020	2021	2022	2023
Flujos de caja proyectados	\$ 882.606,06	\$ 1.179.132,88	\$ 1.475.659,69	\$ 1.772.186,51	\$ 2.068.713,32

Fuente: Elaboración a partir de estados publicados por la Superintendencia de Valores, Compañías y Seguros (s.f.)

En el caso de TEXSARO, sus flujos de caja proyectados son positivos llegando a un valor de \$2.068.713,32 en 2023 y esto es debido a que su cash flow libre ha tenido tendencia al alza desde el 2014. A diferencia de las anteriores empresas, TEXSARO a partir del 2016 ha disminuido sus Necesidades Operativas de Fondos por lo que ha tenido más ingreso de dinero, esto se explica en que a partir de ese año la empresa ha recuperado cartera, además sus inventarios también han bajado y sus cuentas por pagar han aumentado (Anexo 15). Es importante recalcar que esta empresa en comparación a las anteriores, tiene también un comportamiento diferente con respecto a sus activos fijos pues en algunos de los años de estudio, este valor disminuye y le genera entrada de dinero a la empresa pues significa que han vendido sus activos y en otros casos éstos se ha depreciado, el valor más representativo es en el 2015 cuando se redujo \$ 214.035,98. Todos estos acontecimientos mencionados anteriormente dan como resultado flujos de caja libre positivos.

Tabla 10. Proyección de flujos de caja IMPACTEX

Detalle	2018	2017	2016	2015	2014
Cash flow	\$ 334.149,84	\$ 292.773,17	\$ 255.443,06	\$ 0,00	
(+)Gastos Financieros	\$ 115.900,46	\$ 38.465,85	\$ 27.279,54	\$ 0,00	
(-)Ingresos Financieros	\$ 0,00	\$ 108,50	\$ 0,00	\$ 0,00	
(-)Aumento de NOF	\$ 354.365,51	\$ 277.827,41	\$ 134.949,26	\$ -393.944,91	
(-)Aumento de activo fijo	\$ 333.329,07	\$ 329.640,23	\$ -6.047,56	\$ -46.983,37	
(=)Flujo de caja libre	\$ -237.644,28	\$ -276.337,12	\$ 153.820,90	\$ 440.928,28	

	2019	2020	2021	2022	2023
Flujos de caja proyectados	\$ -842.864,55	\$ -1.089.452,12	\$ -1.336.039,69	\$ -1.582.627,26	\$ -1.829.214,83

Fuente: Elaboración a partir de estados publicados por la Superintendencia de Valores, Compañías y Seguros (s.f.)

Para IMPACTEX, como se visualiza en la Tabla 10, la proyección de sus flujos es negativa llegando a un valor de \$-1.829.214,83 en 2023, esto sucede porque sus flujos de caja libre del año 2015 al 2017 han bajado progresivamente. En este caso toma especial relevancia tanto los aumentos en NOF como en activos fijos. Con respecto a las Necesidades Operativas de Fondos se puede apreciar que han aumentado año a año alcanzando los \$354.365,51 en 2018, hecho que se explica principalmente por el elevado inventario que mantiene la empresa en todos estos años de estudio sobre todo en 2018 con \$2.002.606,36 como se puede ver en el Anexo 16, hay que resaltar también que a través de los años la empresa ha aumentado su rubro en documentos por cobrar, lo que significa que no le ha estado entrando dinero en efectivo. Además, IMPACTEX en 2017 y 2018 ha tenido un considerable aumento de activo fijo lo que representa que ha salido dinero de la empresa y es por este motivo es que sus flujos son negativos. Es importante mencionar que a pesar de esto la adquisición de activos fijos en la empresa no es negativa, pues esos bienes ayudarán para que a futuro se pueden generar ganancias, sin embargo, hay que considerar que la excesiva compra de los mismos puede representarle a IMPACTEX activos improductivos y eso sí sería contraproducente.

Tabla 11. Proyección de flujos de caja *TEXCORB*

Detalle	2018	2017
Cash flow	\$ 202.572,01	\$ 230.933,46
(+)Gastos Financieros	\$ 288,90	\$ 208,78
(-)Ingresos Financieros	\$ 0,00	\$ 0,00
(-)Aumento de NOF	\$ 177.822,29	\$ 1.682.618,20
(-)Aumento de activo fijo	\$ -1.159,01	\$ 10.605,51
(=)Flujo de caja libre	\$ 26.197,63	\$ -1.462.081,47

	2019	2020	2021	2022	2023
Flujos de caja proyectados	\$ 5.979.314,03	\$ 7.467.593,13	\$ 8.955.872,23	\$ 10.444.151,33	\$ 11.932.430,43

Fuente: Elaboración a partir de estados publicados por la Superintendencia de Valores, Compañías y Seguros (s.f.)

TEXCORB es una empresa constituida en 2016 por lo que se cuenta con información de dos años base, cabe aclarar que a pesar de que tiene un flujo de caja libre negativo muy representativo, de un año al otro ha existido recuperación y por lo tanto sus proyecciones a futuro son positivas. Se puede observar que en 2017 las Necesidades Operativas de Fondos son muy elevadas, lo que significa que la empresa necesitó \$1.682.618,20 para realizar sus actividades con respecto al 2016 que fue su año de creación. Lo que principalmente sucede en TEXCORB es que en estos dos años la empresa contó con gran cantidad de dinero en sus inventarios, alcanzando valores de \$1.288.203,03 en 2018, por otro lado, también tuvo valores en sus documentos y cuentas por cobrar como se puede apreciar en el Anexo 17, teniendo así cartera acumulada y menos ingresos, sin embargo, para el 2018 sus Necesidades Operativas de Fondos disminuyen considerablemente, además existió una pequeña recuperación con respecto a los activos fijos en el último año que le significó a TEXCORB entrada de efectivo y por consiguiente un cash flow libre positivo.

Tabla 12. Proyección de flujos de caja TECNORIZO

Detalle	2018	2017	2016	2015	2014
Cash flow	\$ 6.026,17	\$ -198.240,18	\$ -310.808,09	\$ -254.973,89	\$ -2.016,11
(+)Gastos Financieros	\$ 79.601,08	\$ 104.914,32	\$ 74.347,80	\$ 52.407,63	\$ 21.250,08
(-)Ingresos Financieros	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00
(-)Aumento de NOF	\$ 357.124,46	\$ -63.487,84	\$ -52.287,65	\$ -165.392,16	\$ -252.256,29
(-)Aumento de activo fijo	\$ -95.389,39	\$ -75.332,46	\$ -191.561,20	\$ 69.275,49	\$ -206.806,77
(=)Flujo de caja libre	\$ -176.107,82	\$ 45.494,44	\$ 7.388,56	\$ -106.449,59	\$ 478.297,03
	2019	2020	2021	2022	2023
Flujos de caja proyectados	\$ -297.335,18	\$ -413.021,74	\$ -528.708,31	\$ -644.394,88	\$ -760.081,44

Fuente: Elaboración a partir de estados publicados por la Superintendencia de Valores, Compañías y Seguros (s.f.)

TECNORIZO proyecta flujos de caja libres negativos, llegando a \$-760.081,44 en 2023. En esta empresa marca su tendencia debido a lo sucedido de 2017 a 2018 en donde su flujo de caja libre disminuye drásticamente sobre todo por sus Necesidades Operativas de Fondos que aumentan de manera considerable a \$357.124,46. Como se puede evidenciar en el Anexo 18, la explicación de ello es debido a que TECNORIZO no ha adquirido deudas con terceros en comparación a años anteriores en donde esa cifra es muy significativa y le representaba entrada de dinero, además las otras cuentas que forman parte del NOF no han variado tanto como esta y es por ello que no se tiene significativos ingresos. Cabe resaltar que, a pesar de haber recibido efectivo por la disminución de su activo fijo, la empresa tuvo que manejarse con sus flujos de caja negativos debido a las pérdidas de la mayoría de sus años, por lo que en realidad y pesar de todo su cash flow da como resultado valores negativos.

Tabla 13. Proyección de flujos de caja PARECO

Detalle	2018	2017	2016	2015	2014
Cash flow	\$ 5.390,99	\$ 22.291,87	\$ -6.185,70	\$ 36.144,01	\$ 43.795,95
(+)Gastos Financieros	\$ 2.001,07	\$ 11.124,95	\$ 16.133,99	\$ 14.003,25	\$ 678,64
(-)Ingresos Financieros	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00
(-)Aumento de NOF	\$ 39.310,49	\$ 52.448,32	\$ -7.837,42	\$ 54.794,89	\$ -222.664,75
(-)Aumento de activo fijo	\$ -18.370,91	\$ 132.322,37	\$ 3.930,77	\$ 183.488,50	\$ -10.554,62
(=) Flujo de caja libre	\$ -13.547,52	\$ -151.353,87	\$ 13.854,94	\$ -188.136,13	\$ 277.693,96
	2019	2020	2021	2022	2023
Flujos de caja proyectados	\$ -176.007,93	\$ -230.578,00	\$ -285.148,07	\$ -339.718,14	\$ -394.288,21

Fuente: Elaboración a partir de estados publicados por la Superintendencia de Valores, Compañías y Seguros (s.f.)

En PARECO las tendencias para los próximos años es negativa, teniendo un valor de \$-394.288,21 en 2023, pues cabe resaltar que en su mayoría los cash flow libres también son negativos siendo el menor \$-188.136,13 en 2015. En términos generales, esta tendencia se da por la fuerte adquisición de activos fijos los cuales en algunos años son mayores al cash flow, además a nivel general, sus Necesidades Operativas de Fondos también son elevadas sobre todo en 2015 en donde su valor fue de \$54.794,89, mismo

que se explica porque se cuenta con menos entrada por parte de acreedores (Anexo 19) y más cuentas por cobrar con respecto al año anterior representando para la empresa poco efectivo, por otro lado en los últimos años, a pesar de tener mayor entrada por acreedores también hay un importante aumento en su cartera y en inventarios, hecho que de igual manera le significa a PARECO menos ingresos.

Tabla 14. Proyección de flujos de caja CISNECOLOR

Detalle	2018	2017	2016	2015	2014
Cash flow	\$ -44.046,64	\$ 4.697,05	\$ 2.773,59	\$ 1.424,40	\$ 13.946,13
(+)Gastos Financieros	\$ 1.454,34	\$ 1.268,36	\$ 43,15	\$ 565,43	\$ 140,42
(-)Ingresos Financieros	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 31,20	\$ 0,00
(-)Aumento de NOF	\$ -39.130,40	\$ 16.476,95	\$ 5.025,14	\$ 35.159,45	\$ 6.490,90
(-)Aumento de activo fijo	\$ -9.497,25	\$ 1.436,08	\$ -8.372,75	\$ -16.290,16	\$ 10.967,15
(=)Flujo de caja libre	\$ 6.035,35	\$ -11.947,62	\$ 6.164,35	\$ -16.910,66	\$ -3.371,50
	2019	2020	2021	2022	2023
Flujos de caja proyectados	\$ 3.127,01	\$ 5.504,68	\$ 7.882,35	\$ 10.260,03	\$ 12.637,70

Fuente: Elaboración a partir de estados publicados por la Superintendencia de Valores, Compañías y Seguros (s.f.)

Para el 2023 CISNECOLOR proyecta un flujo de caja libre de \$12.637,70. A pesar de que sus cash flow libres en su mayoría son negativos en el periodo de tiempo analizado su tendencia es positiva, esto se da por la recuperación de los mismos en 2018 en donde contó con \$6.035,35 que sucede principalmente porque en este año disminuye de manera considerable sus Necesidades Operativas de Fondos debido a la venta de sus inventarios en 2018, además sus documentos por pagar aumentan con respecto al 2017 como se puede evidenciar en el Anexo 20 y estos dos sucesos representan para la empresa ingreso de dinero. Cabe mencionar que para el último año la empresa también recupera efectivo debido a la disminución de su activo fijo en \$9.497,25 por tal comportamiento se prevé un crecimiento en sus cash flow para los años siguientes.

Hay que mencionar que los flujos de caja libres obtenidos de cada empresa a lo largo del periodo de tiempo definido son drásticamente cambiantes de un año al otro en la mayoría de casos, pues en unos años son positivos, al siguiente son negativos y posteriormente vuelven a ascender por lo que la proyección de los mismos se ve

afectada y no completamente fiable, es por esta razón que en esta sección se especifica el coeficiente de determinación de dichos datos, mismo que muestra “el grado de ajuste de la recta de regresión a los valores de la muestra, y se define como el porcentaje de la variabilidad total de la variable dependiente Y que es explicada por la recta de regresión” (Laguna, s.f.), cabe mencionar que cuando los residuos (diferencia entre los valores observados y los valores estimados por la recta de regresión) sean menos dispersos, su bondad de ajuste será mejor. Sus valores van de 0 a 1 y cuando más se acerca a 1, mayor es el ajuste del modelo a la variable que se intenta explicar, caso contrario cuando más se acerca a 0 es menos ajustado y por lo tanto menos confiable. En el presente estudio, los datos correspondientes a flujos de caja libres presentaron en TEIMSA 0.1124, PRODUTEXTI 0.0146, TORRETEXTIMPORT 0.0243, TEXSARO 0.8472, IMPACTEX 0.8704, TEXCORB 1, TECNORIZO 0.513, PARECO 0.2205 y CISNECOLOR 0.1302, lo que significa que en realidad las proyecciones más confiables son de TEXSARO, IMPACTEX, TEXCORB y TECNORIZO por cómo se encuentran sus datos.

Variable dependiente: Valoración de empresas

Una vez que se obtiene el cash flow libre de cada empresa y que se ha proyectado para cinco años, basados en Álvarez García, García Monsalve & Borraez Álvarez (2006) para esta parte a las proyecciones de los flujos del 2019 al 2023 se les aplica la fórmula de valor presente neto con el WACC obtenido previamente de todas las empresas para así descontarlos y obtener el valor a corto plazo como se muestra en la Tabla 15.

Tabla 15. Valor a corto plazo de las empresas de fabricación de productos textiles

Empresa	Valor a corto plazo
TEIMSA	\$ 8.210.464,35
PRODUTEXTI	\$ -2.878.554,66
TORRETEXTIMPORT	\$ -3.312.798,92
TEXSARO	\$ 3.958.440,50
IMPACTEX	\$ -5.719.258,02
TEXCORB	\$ 41.320.883,70
TECNORIZO	\$ -1.776.457,67

PARECO	\$	-1.280.425,86
CISNECOLOR	\$	35.367,06

Fuente: Elaboración a partir de estados publicados por la Superintendencia de Valores, Compañías y Seguros (s.f.)

Con respecto a estos datos se puede observar que **TEXCORB** es la empresa que mayor valoración a corto plazo tiene, pues cuenta con \$41.320.883,70, resultado que se debe a la proyección positiva que se obtuvo mediante los mínimos cuadrados, hay que resaltar que esta empresa a pesar de haber contado con un valor negativo de flujo de caja en su segundo año de funcionamiento, se pudo evidenciar una considerable recuperación para 2018 y es por esto que su proyección es la más óptima, sin embargo al ser una empresa nueva, fundada en 2016, cabe aclarar que los datos con los que se cuenta son escasos para tener una visión clara y certera con respecto a su valoración, es por esto que se destaca también a **TEIMSA**, pues sus proyecciones son mejor fundamentadas y más reales debido a que se cuenta con información de varios años atrás, esta empresa logra tener \$8.210.464,35 en su valoración a corto plazo por las razones presentadas anteriormente en la Tabla 15. Por otro lado, la empresa con menor valor a corto plazo es **IMPACTEX** con \$ -5.719.258,02 pues para esta empresa se proyectan flujos negativos desde 2019 a 2023 principalmente porque existieron aumentos en sus Necesidades Operativas de Fondos y sus activos fijos como se explicó anteriormente.

Como se mencionó en el capítulo anterior, la valoración de empresas consta de corto y largo plazo (Álvarez García , García Monsalve , & Borraez Álvarez , 2006) sin olvidar que primeramente se obtiene el valor residual mismo que representa el monto de dinero que reflejan a todos los flujos de caja libre después del periodo proyectado y que se estima que una empresa valdrá después de cierto tiempo (Jaramillo, 2016). A continuación, en la Tabla 16 se puede apreciar dicha información.

Tabla 16. Valor a largo plazo de las empresas de fabricación de productos textiles

Empresa	Valor a largo plazo	Valor a largo plazo descontado
TEIMSA	\$ 44.740.904,55	\$ 28.810.552,51
PRODUCTEXTI	\$ -8.120.867,71	\$ -3.758.322,05

TORRETEXTIMPORT	\$ -62.454.220,74	\$ -52.533.313,98
TEXSARO	\$ 10.683.472,45	\$ 3.347.645,37
IMPACTEX	\$ -59.454.273,90	\$ -44.924.252,70
TEXCORB	\$ 1.507.033.464,97	\$ 1.302.663.742,15
TECNORIZO	\$ -2.739.105,27	\$ -1.337.619,67
PARECO	\$ -24.982.316,59	\$ -20.610.477,08
CISNECOLOR	\$ 905.596,71	\$ 755.235,95

Fuente: Elaboración a partir de estados publicados por la Superintendencia de Valores, Compañías y Seguros (s.f.)

Como se puede observar en la tabla anterior, EXCORB es nuevamente la empresa con superiores resultados ya que al tener mejores flujos de caja proyectados, su valor residual también es el más alto, sin embargo debido a la distorsión que se produce por la poca información, se toma en cuenta a la segunda empresa con más alta valoración que en este caso de igual manera es TEIMSA con \$28.810.552.51 que tras su buen manejo de cuentas en los años pasados, se proyectaron flujos de caja positivos y se obtuvo una elevada valoración a largo plazo. Por otro lado, la empresa con los más bajos resultados en el largo tiempo es TORRETEXTIMPORT con \$-52.533.313.98, pues es claro que los resultados anteriores están interconectados y al aplicar la fórmula considerando los flujos de caja negativos, su WACC de 2.93 % y g de 1.65% resulta la más baja valoración a largo plazo.

Finalmente, al sumar los resultados previamente obtenidos se obtiene el valor final de cada empresa, presente en la Tabla 17.

Tabla 17. Valor de las empresas de fabricación de productos textiles

Empresa	Valor de la empresa
TEIMSA	\$ 37.021.016,86
PRODUCTEXTI	\$ -6.636.876,71
TORRETEXTIMPORT	\$ -55.846.112,89
TEXSARO	\$ 7.306.085,87
IMPACTEX	\$ -50.643.510,72
TEXCORB	\$ 1.343.984.625,85
TECNORIZO	\$ -3.114.077,34
PARECO	\$ -21.890.902,93

Fuente: Elaboración a partir de estados publicados por la Superintendencia de Valores, Compañías y Seguros (s.f.)

Se puede observar que, tanto en corto como en largo plazo, **TEXCORB** fue la empresa que mayores resultados presentó y por lo cual en este valor final es quien de igual manera la que sobresale y por un monto alto de \$1.343.984.625,85, cabe resaltar también que se debe a que su WACC es el más bajo con un valor de 2.46% y como lo mencionó la Comisión de Desarrollo Finanzas y Sistema Financiero Sur (2014), esto es positivo a la hora de valorar empresas, pues a menor tasa de descuento, mayor es la valoración. Además, es importante recalcar que a pesar de que esta empresa fue fundada recientemente, entró pronto en la etapa de crecimiento en donde, como lo definen Terreno, Sattler, & Pérez (2017) se busca aprovechar oportunidades rentables lo cual representa ventajas competitivas ante la competencia y por tanto mayor participación en el mercado. También se tomará en cuenta a **TEIMSA** que es la segunda con mejor valoración y que como ya se mencionó, cuenta con más datos, por lo que su resultado es más real, es importante hacer relevancia que esta empresa se descontó a un 7.61% que en comparación con **TEXCORB** es un valor significativamente más alto y que a pesar de eso la empresa alcanza una valoración de \$37.021.016,86 poniendo en evidencia la eficiencia del manejo en sus operaciones que la llevan a este resultado. Por otro lado, **TORRETEXTIMPORT** es la empresa con menor valoración, presentando \$-55.846.112,89 debido a que como se observó anteriormente, proyectaba flujos negativos y su valor a largo plazo fue el menor de las empresas analizadas. Al ser una valoración negativa la administración debe tomar medidas para controlar que no se mantenga excesivo dinero en inventario ni en cartera acumulada y de igual manera vigilar sus adquisiciones de activo fijo.

Por último, se presentan los resultados obtenidos con la prueba estadística ANOVA de un factor en las Tablas 18, 19 y 20 en donde se muestran la normalidad, homogeneidad y conclusión sobre las hipótesis de estudio.

Tabla 18. Prueba de normalidad

	Empresa	Kolmogorov - Smirnov			Shapiro - Wilk		
		Estadístico	gl	Sig.	Estadístico	gl	Sig.
Flujos	A	,136	5	,200 ⁿ	,987	5	,967
	B	,136	5	,200 ⁿ	,987	5	,967
	C	,136	5	,200 ⁿ	,987	5	,967
	D	,136	5	,200 ⁿ	,987	5	,967
	E	,136	5	,200 ⁿ	,987	5	,967
	F	,136	5	,200 ⁿ	,987	5	,967
	G	,136	5	,200 ⁿ	,987	5	,967
	H	,136	5	,200 ⁿ	,987	5	,967
	I	,136	5	,200 ⁿ	,987	5	,967

Fuente: Elaboración propia**Tabla 19. Pruebas de homogeneidad de varianzas**

		Estadístico de Levene	gl1	gl2	Sig.
Flujos	Se basa en la media	8,211	8	36	,000
	Se basa en la mediana	8,211	8	36	,000
	Se basa en la mediana y con gl ajustado	8,211	8	4,903	,017
	Se basa en la media recortada	8,211	8	36	,000

Fuente: Elaboración propia**Tabla 20. ANOVA de un factor**

	Suma de cuadrados	gl	Media cuadrática	F	Sig.
Entre grupos	4.060E+14	8	5.075E+13	74,368	,000
Dentro de grupos	2.457E+13	36	6.824+11		
Total	4.306E+14	44			

Fuente: Elaboración propia

En la Tabla 18 se puede observar que los datos de todas las empresas presentan un nivel de significancia de 0.967, y al ser un valor mayor a 0.05, se acepta la hipótesis de que los datos son normales y cumplen con la primera condición para aplicar ANOVA. Seguidamente en la Tabla 19 se muestran los resultados obtenidos de la prueba de

homogeneidad, en este caso el resultado obtenido es inferior a 0.01, que siguiendo la regla de decisión se podría concluir que los datos no son homogéneos, sin embargo, como lo menciona Zufcoff (s.f.), cuando existe este inconveniente se puede realizar una transformación de datos para poder convertirlos en homogéneos pero recalca que al existir heterogeneidad con una significancia menor a 0.01, la prueba es válida y se evitar error tipo I (cuando se rechaza una hipótesis nula cuando ésta es verdadera). Finalmente, en la Tabla 20 de ANOVA se evidencia que el valor de significancia de la prueba es menor a 0.05 por lo que, basándonos en las hipótesis anteriormente planteadas, rechazaríamos la hipótesis nula que afirma que el crecimiento de flujos de caja es similar entre empresas y por lo tanto aseguramos que las empresas presentan un crecimiento independiente entre sí.

Es importante mencionar que a pesar de que, a nivel general, todo el sector ha tenido que atravesar algunos inconvenientes que no le han permitido desarrollarse de una manera más óptima tales como contrabando, aranceles en la materia prima, trámites, etc., los resultados negativos que han obtenido ciertas empresas no solo dependen de ello ya que sus flujos siguen siendo muy diferentes e independientes entre sí, aunque es cierto que dichos sucesos si pueden haber influido para tener afectaciones en los ingresos, ROA, ROE, margen neto, balanza comercial y exportaciones en el sector como se mencionó anteriormente, se puede afirmar que los factores externos no definen ni marcan tanto la situación de las empresas sino más bien sus factores internos.

4.2. Fundamentación de las preguntas de investigación

- ¿Cuál es el Costo de oportunidad que se ha definido a través de las betas del mercado que permiten establecer el valor presente de los flujos de caja libre?

Como se pudo ver anteriormente, se obtuvo el costo de oportunidad de cada empresa con el fin de descontar los flujos de caja libre que se han proyectado para cada una de ellas. Sin embargo, cabe destacar a los más sobresalientes que son TEXSARO, TORRETEXTIMPORT y TEXCORB. El primero de ellos contó con la tasa más elevada entre todos los casos de estudio, lo que significa que su valoración final puede

ser más alta, por el contrario, las dos siguientes tuvieron un valor muy bajo lo cual es positivo para el descuento.

- ¿Cuáles son los flujos de caja libre de las empresas del sector de fabricación de productos textiles durante los años 2014 al 2018 que determinan el valor a corto y largo plazo de las empresas?

Los flujos de caja libre de las empresas son determinados por su cash flow, gastos e ingresos financieros, aumento de activo fijo y aumento de Necesidades operativas de fondos que se obtienen de sus balances desde el 2014 al 2018 (corto plazo), sin embargo, estos datos sirven para proyectar los flujos que se esperan tener a futuro (largo plazo) y descontarlos con el WACC anteriormente obtenido para conocer el valor de las empresas a través del valor presente neto.

- ¿El crecimiento del sector de fabricación de productos textiles influye en la valoración de las empresas?

La prueba estadística determina que las empresas, a pesar de pertenecer al mismo sector y a la misma provincia, no tienen un crecimiento similar entre ellas. Se ha podido evidenciar a lo largo de este estudio que cada una presenta características internas que son diferentes y que por consiguiente el manejo que llevan también lo es, dando como resultado que las proyecciones de sus flujos de caja libres y su valoración final no se parezcan entre sí sino por el contrario, que es su diferencia es muy marcada.

4.3. Limitaciones de estudio.

Una de las principales limitaciones en el presente estudio ha sido la información de los balances que se publican en la SUPERCIAS, pues los últimos datos con los que se cuenta es de dos años atrás y hasta la fecha de presentación de este trabajo la institución aún no contaba con los estados de 2019 por lo que la tesis solo se basa en información anterior a dicho año, únicamente con valores a 2018. Otro de los aspectos a mencionar es que las proyecciones de las empresas se han realizado mediante mínimos cuadrados, por lo cual no se ha considerado aspectos externos a cada empresa, como del sector, variables macroeconómicas, hechos entorno al país, etc., sino que únicamente se basó el

análisis en los mismos datos publicados por cada compañía. Finalmente, y reuniendo estos dos aspectos mencionados anteriormente, cabe resaltar que no se ha tomado en cuenta la actual situación que se vive a nivel mundial por la emergencia sanitaria debido al COVID – 19, sino que al igual que los datos que se encuentran a 2018, la valoración también lo está.

CAPÍTULO V

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

5.1. Conclusiones

Se puede concluir que el método de flujo de caja libre para valoración cuenta con información basada en hechos reales que proporciona más seguridad a los inversores y accionistas a la hora de tomar decisiones. Uno de los elementos más determinantes de la valoración es la tasa de descuento, debido a que es el porcentaje al que se trae a valor presente los flujos que generarán las empresas. El WACC en el sector de fabricación de productos textiles a nivel general no es muy alto pues en su mayoría las empresas tienen su estructura de capital equilibrada entre sus fondos propios y fondos ajenos, la excepción se da principalmente en TEXCORB en donde su porcentaje de fondos propios es muy representativo logrando que su WACC sea de 2.46% y que esto beneficie al valor final de la empresa, en contraparte para TEXSARO se registra el valor más alto de 21.34% que se debe a su alta tasa de deuda.

Con respecto a los flujos de caja libres que permiten analizar a fondo el manejo de cuentas y brindan una información fundamentada de cómo es la situación actual y futura de las empresas, se puede concluir que, en el sector de fabricación de productos textiles, en su mayoría serán negativos hasta el 2023, esto principalmente porque dichas empresas requieren de elevadas cantidades para llevar a cabo sus Necesidades Operativas de Fondos o incluso por su alta adquisición de activos fijos. Sin embargo, la cabe destacar la gestión de TEXCORB que para 2023 proyecta \$11.932.430,43 debido a que ha demostrado un pronto crecimiento y estabilidad en el mercado a pesar de ser una empresa nueva.

Se concluye que la mayoría de empresas del sector presentan resultados negativos tanto en el corto como en el largo plazo, muchas de ellas por no cuidar el manejo de sus cuentas importantes, sin embargo, otras de ellas han adquirido activo fijo que para el periodo de tiempo estudiado les representa salida de dinero, pero a futuro les podría

significar ganancias. Nuevamente TEXCORB toma relevancia en este caso pues al contar con una baja tasa de descuento y una proyección de flujos positiva, se prevé un buen escenario y por lo tanto una buena valoración alcanzando el \$ 1.302.663.742,15.

Este estudio permite también concluir que las empresas del CIU fabricación de productos textiles de Tungurahua son diferentes entre sí y el crecimiento proyectado para cada una de ellas también lo es, pues la prueba estadística determina que hay diferencias significativas con respecto a su crecimiento.

5.2. Recomendaciones

Con respecto al WACC, se recomienda que, para futuras investigaciones, de ser posible y contar con más información, se tome en consideración los datos más actualizados con los que se cuente de rentabilidad del mercado y por consiguiente de riesgo, debido a que estos valores reflejan la afectación del factor externo “mercado” y así se puede tener una visión más clara y a tiempo real de la valoración de las empresas.

Se recomienda también que, a pesar de que los flujos de caja libre son una herramienta importante que se acerca bastante al valor final de las empresas, para realizar estudios similares se puede llevar a cabo los diferentes métodos de valoración que fueron mencionados a lo largo de este estudio, pues pueden mostrar datos complementarios que aportarían de valiosa información a los inversionistas o accionistas, además también se recomienda que el método de proyección de los flujos de caja pueda ser diferente para que esté más acorde con la situación real de las empresas y el medio en el que éstas se desarrollan.

Para determinar la valoración final, se recomienda que, al obtener el valor actual neto en el corto plazo, sus flujos de caja tengan el mismo número de datos entre todas las empresas, es decir, que de ser posible se cuente con información a partir del mismo año, pues así no se distorsionaría cierta información. Con respecto al valor residual se recomienda obtener la tasa de crecimiento a través del dato de cifra de ventas de cada empresa para que éste se ajuste un poco más a la realidad de las mismas.

Con respecto a la prueba de correlación de las empresas se recomienda que para futuros estudios se puedan tomar en consideración otros factores que las afecten directamente y más si se tratan del mismo sector. Se podría relacionar el aspecto financiero con otros externos a cada empresa y determinar si existe o no influencia de dichos factores.

BIBLIOGRAFÍA

Álvarez García , R. D., García Monsalve , K. I., & Borraez Álvarez , A. F. (2006). Las razones para valorar una empresa y los métodos empleados . *Semestre Económico*, 59-83.

Amat, O. (2018). Valoración a partir del descuento de flujos de caja: La tasa de actualización. *Técnica contable y financiera*, 44-53.

Amoza, G. (febrero de 2013). *Las NOF en la práctica*. Obtenido de [hacerempresa.huy: https://www.hacerempresa.uy/wp-content/uploads/2018/12/Revista-IEEM-junio-HA.pdf](https://www.hacerempresa.uy/wp-content/uploads/2018/12/Revista-IEEM-junio-HA.pdf)

Armijos, L. (2015). Valoración de la empresa La Moderna, por el método de flujos de caja. *Yura: Relaciones internacionales*, 54-70.

Asesor Empresarial. (s.f.). *Flujo de Caja*. Obtenido de [www.academia.edu: https://www.academia.edu/28765780/FLUJO_DE_CAJA](https://www.academia.edu/28765780/FLUJO_DE_CAJA)

Avila, J. (2016). *Pruebas de Hipótesis-ANOVA*.

Aznar, J., Cayo , T., & Cevallos, D. (2016). *Valoración de empresas*. Editorial Ardiles.

Aznar, J., López , A., Cayo, T., & Vivancos, J. (2018). *Valoración por opciones reales Teorías y casos*. Valencia: Universitat Politecnica de Valencia.

Bakieva, M., González , J., & Jornet, J. (s.f.). *SPSS: ANOVA de un factor*. Valencia: Grupo de Innovación Educativa.

Cámara de Industrias y Producción. (28 de Junio de 2016). *El sector textil enfrenta una caída de venta de 30%*. Obtenido de [cip.org.ec: https://www.cip.org.ec/2016/06/28/el-sector-textil-enfrenta-una-caida-de-venta-de-30/](https://www.cip.org.ec/2016/06/28/el-sector-textil-enfrenta-una-caida-de-venta-de-30/)

Cámara de Industrias y Producción. (10 de Mayo de 2018). *Inconvenientes estructurales y sectoriales vive el sector textil*. Obtenido de [cip.org.ec](https://www.cip.org.ec): <https://www.cip.org.ec/2018/05/10/inconvenientes-estructurales-y-sectoriales-vive-el-sector-textil/>

Cañibano Calvo, L., & García Osma, B. (2014). Algunas reflexiones sobre los métodos de valoración de empresas: Un modelo de valoración basado en la creación de valor. *Revista española de capital de riesgo*, 03-14.

Comisión de Desarrollo Finanzas y Sistema Financiero Sur. (Julio de 2014). *¿Qué es el WACC?* Obtenido de [ccpm.org.mx](https://www.ccpm.org.mx): https://www.ccpm.org.mx/avisos/Boletin_Finanzas_sur_ok.pdf

Cruz, A. (2017). *Gestión de inventarios. COML0210*. Málaga: IC Editorial.

Diario La Hora. (01 de Julio de 2018). *Textiles, cuero y alimentos los pilares en la economía de Tungurahua*. Obtenido de [lahora.com.ec](https://www.lahora.com.ec): <https://www.lahora.com.ec/tungurahua/noticia/1102167817/textiles-cuero-y-alimentos-los-pilares-en-la-economia-de-tungurahua>

El Telégrafo. (01 de Abril de 2019). *Empresas textiles reflotan luego de dos años de crisis*. Obtenido de [eltelegrafo.com.ec](https://www.eltelegrafo.com.ec): <https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/sector-textil-signos-recuperacion-ecuador>

Espinosa, J. (2008). La valoración de empresas en escenarios de incertidumbre. *Económicas CUC*, 211-218.

eValora Financial Advisory. (2018). *Manual de Valoración de Empresas*. Obtenido de evalora.com: <https://evalora.com/manual-de-valoracion/>

Expansión. (31 de Diciembre de 2018). *Bono de Estados Unidos a 10 años*. Obtenido de datosmacro.expansion.com: <https://datosmacro.expansion.com/bono/usa>

Fernández, P. (2019). Métodos de valoración de empresas. 1-28.

Formosa, R. S. (11 de octubre de 2010). *Las Necesidades Operativas de Fondos N.O.F.* Obtenido de raimon.serrahima.com: https://raimon.serrahima.com/wp-content/uploads/2010/10/005_Las_Necesidades_Operativas_de_Fondos.pdf

García, S., & Montes, L. (28 de mayo de 2018). *Modelo de valoración financiera para una pequeña y mediana empresa (PYME) en Colombia.* Obtenido de revistaespacios.com: <http://www.revistaespacios.com/a18v39n42/a18v39n42p02.pdf>

Grupo de Innovación Educativa. (s.f.). *SPSS: ANOVA de un Factor.* Obtenido de Universitat de Valencia: https://www.uv.es/innomide/spss/SPSS/SPSS_0702b.pdf

Guamán, S., Orrala, D., & Mendoza, F. (Julio de 2018). Efectivo y equivalentes de efectivo y su incidencia en la liquidez de la empresa. *Observatorio de la Economía Latinoamericana*,.

Guerrero, H. (2017). *Inventarios manejo y control.* Bogotá: ECOE.

Honorable Gobierno Provincial de Tungurahua. (25 de Septiembre de 2018). *Dirigido al sector textil de la provincia.* Obtenido de tungurahua.gob.ec: <https://www.tungurahua.gob.ec/index.php/proyectos-hgpt/produccion/agenda-de-competitividad-de-tungurahua/3677-dirigido-al-sector-textil-de-la-provincia-3>

Horngren, C. (2000). *Introducción a la contabilidad financiera.* México: Pearson educación.

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (2012). *Clasificación Nacional de Actividades Económicas.* Obtenido de aplicaciones2.ecuadorencifras.gob.ec: <https://aplicaciones2.ecuadorencifras.gob.ec/SIN/metodologias/CIU%204.0.pdf>

Jaramillo, A. (2016). *Valoración de la empresa Aliscca por el método de flujo de caja libre descontado.* Obtenido de repository.eafit.edu.co:

https://repository.eafit.edu.co/bitstream/handle/10784/9563/Alexandra_JaramilloGutierrez_2016.pdf?sequence=2&isAllowed=y

La Hora. (28 de Noviembre de 2019). *Tungurahua, industria textil de las más grandes del país*. Obtenido de [lahora.com.ec/](https://www.lahora.com.ec/): <https://www.lahora.com.ec/tungurahua/noticia/1102289378/tungurahua-industria-textil-de-las-mas-grandes-del-pais-#:~:text=De%20las%20272%20textiles%20registradas,%2C%20camisas%2C%20chompas%20y%20uniformes.>

Laguna, C. (s.f.). *CORRELACIÓN Y REGRESIÓN LINEAL*. Obtenido de ics-aragon.com: <http://www.ics-aragon.com/cursos/salud-publica/2014/pdf/M2T04.pdf>

Marquéz, A. (2017). *Valoraciones de empresas El método de descuento de flujos de caja*. Madrid: REC.

Meza, C. (2007). *Contabilidad análisis de cuentas*. San José: EUNED.

Ortiz, J. (2015). Valoración de empresas. *Semestre Económico*, 1-13.

Perdomo, J., & Riaño, D. (2019). *Valoración por el modelo de flujos de caja libre descontados a JD SAS*. Obtenido de repositorio.unillanos.edu.co/: <https://repositorio.unillanos.edu.co/jspui/bitstream/001/1315/1/ARTICULO%20FIN%200087.pdf>

Real Academia Española. (2001). *Valor*. Obtenido de lema.rae.es/: <http://lema.rae.es/drae2001/srv/search?id=L3sLQtSDFDXX2Kht4uy9>

Rodríguez, J. (s.f.). Flujo de caja. Herramienta clave para la toma de decisiones en la microempresa. *Dialnet*, 4-12.

Segovia, M., & Garayalde, L. (junio de 2015). *Valoración de empresas por el Método del Descuento de Flujos de Caja y Múltiplos*. Recuperado el 06 de junio de 2020, de

repositorio.comillas.edu:

<https://repositorio.comillas.edu/jspui/bitstream/11531/6422/1/TFM000214.pdf>

Subgerencia de Análisis e Información. (Febrero de 2018). *Ficha Sectorial: Hiladura, tejedura y acabados de productos textiles*. Obtenido de cfn.fin.ec: <https://www.cfn.fin.ec/wp-content/uploads/2018/04/Ficha-Sectorial-Hiladura-Tejedura-y-Acabados-de-Productos-Textiles.pdf>

Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (s.f.). *Portal de Información*. Obtenido de [supercias.gob.ec: https://appscvsmovil.supercias.gob.ec/PortalInfor/consultaPrincipal.zul](https://appscvsmovil.supercias.gob.ec/PortalInfor/consultaPrincipal.zul)

Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (s.f.). *Ranking Empresarial - Provincia del Tungurahua*. Obtenido de [appscvs.supercias.gob.ec: https://appscvs.supercias.gob.ec/rankingCias/rankingCias.zul?id=18&tipo=2](https://appscvs.supercias.gob.ec/rankingCias/rankingCias.zul?id=18&tipo=2)

Terreno, D., Sattler, S., & Pérez, J. (2017). *Las etapas del ciclo de vida de la empresa por los patrones del estado de flujo de efectivo y el riesgo de insolvencia empresarial*. Obtenido de [revistas.pucp.edu.pe: revistas.pucp.edu.pe](http://revistas.pucp.edu.pe)

Torre la Vega. (s.f.). *Ajuste por Mínimos Cuadrados*. Obtenido de [ocw.unican.es: https://ocw.unican.es/pluginfile.php/1593/course/section/2045/Ajuste%20por%20minimos%20cuadrados.pdf](https://ocw.unican.es/pluginfile.php/1593/course/section/2045/Ajuste%20por%20minimos%20cuadrados.pdf)

Tovar Posso, M., & Muñoz Martínez, I. (2018). Metodología para valoración financiera de Pymes colombianas utilizando flujos de efectivo. *Civilizar*, 139-161.

Valencia, N. (2018). *Valoración por el método de flujo de caja descontado y EVA de una empresa del sector de la salud, Rehabilitar Ltda., de la ciudad de Popayán (Cauca)*. Obtenido de [repository.eafit.edu.co: https://repository.eafit.edu.co/bitstream/handle/10784/13006/NormaConstanza_ValenciaValencia%20_2018.pdf?sequence=5&isAllowed=y](https://repository.eafit.edu.co/bitstream/handle/10784/13006/NormaConstanza_ValenciaValencia%20_2018.pdf?sequence=5&isAllowed=y)

Vargas, R. (2007). Estado de flujo de efectivo. *Revista de las Sedes Regionales*, 111-136.

Vilca, M. (24 de Septiembre de 2018). *Valoración de empresas mediante los métodos de descuento de flujo de fondos*. Obtenido de researchgate.net: <https://revistasinvestigacion.unmsm.edu.pe/index.php/quipu/article/view/14982>

Yepes, D., & Restrepo, D. (2016). Determinantes del nivel de efectivo de las compañías colombianas. *Lecturas de economía*, 243-276.

Zubcoff, J. (s.f.). *Principios de ANOVA*. Obtenido de rua.ua.es: <https://rua.ua.es/dspace/bitstream/10045/47225/1/IDEyANOVA%20-%201%20-%20ANOVA%201%20factor.pdf>

ANEXOS

Tabla 21. Anexo 1. Desglose y detalle del código C13 del CIU

Código	Actividad Económica
C1312.01	Fabricación de tejidos (telas) anchos de algodón, lana cardada, lana peinada o seda, incluidos los fabricados a partir de mezclas o de hilados sintéticos o artificiales.
C1311.02	Hilatura y fabricación de hilados e hilos para tejeduría o costura, para el comercio o para procesamiento posterior, texturización, retorcido, plegado, cableado y remojo de hilaturas filamentosas de toda clase de fibras animales, vegetales, sintéticas o artificiales.
C1399.01	Fabricación de tejidos (telas) estrechos, incluidos los de urdimbre sin trama sujetos por una sustancia adhesiva: marbetes, insignias, etcétera; artículos de pasamanería: cordones de materiales textiles para zapatos, trencillas, borlas, madroños, tules y otros tejidos (telas) de mallas anudadas, de encaje y bordados, en piezas, tiras o motivos decorativos, tejidos (telas) de red y del tipo que se utiliza para la confección de visillos tricotados en máquinas raschel o máquinas similares.
C1392.01	Fabricación de artículos confeccionados con cualquier tipo de material textil, incluidos tejidos (telas) de punto y ganchillo: frazadas, mantas de viaje, sobrecamas, cobijas, edredones, ropa de cama, sábanas, mantelería, toallas y artículos de cocina acolchados, edredones, cojines, pufés, almohadas, sacos de dormir, artículos para el baño, etcétera, incluido tejidos para mantas eléctricas.
C1313.01	Servicio de blanqueo y teñido de fibras, hilados, tejidos (telas) y artículos textiles, incluido prendas de vestir: pantalones vaqueros (jeans) etcétera, realizado por terceros a cambio de una retribución o por contrato.

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (s.f.)

Tabla 22. Anexo 2. Cálculo del Costo de los recursos propios

Año	Mercado	Empresas								
		A	B	C	D	E	F	G	H	I
2014	3,45%	9,25%	20,92%	0,00%	8,15%	0,82%	0,00%	10,77%	0,40%	8,01%
2015	1,47%	9,11%	15,06%	1,93%	3,50%	3,65%	0,00%	3,42%	5,13%	0,99%
2016	0,43%	6,16%	7,41%	5,84%	-1,63%	6,21%	-5,62%	-10,90%	-9,03%	1,32%
2017	4,49%	6,32%	5,91%	9,04%	-6,04%	8,00%	20,76%	-7,15%	-2,53%	10,89%
2018	2,26%	2,86%	6,21%	1,19%	0,11%	8,85%	16,38%	4,98%	-4,64%	-13,67%
Rentabilidad media de mercado		2,42%	2,42%	2,16%	2,42%	2,42%	2,39%	2,42%	2,42%	2,42%
Varianza		0,0009375	0,0041677	0,0008548	0,0014569	0,0008594	0,0101354	0,0038266	0,0019478	0,0041451
Covarianza		0,0000248	0,0000748	0,0002426	-0,0000842	0,0000029	0,0017458	0,0002786	0,0001805	0,0005882
Beta		0,0264611	0,0179474	0,2838152	-0,0577961	0,0034272	0,1722485	0,0727984	0,0926711	0,1418961
Tasa libre de riesgo		2,69%	2,69%	2,69%	2,69%	2,69%	2,69%	2,69%	2,69%	2,69%
K_{rp}		2,68%	2,69%	2,54%	2,71%	2,69%	2,64%	2,67%	2,66%	2,65%

Fuente: Elaboración a partir de estados publicados por la Superintendencia de Valores, Compañías y Seguros (s.f.)

Tabla 23. Anexo 3. Cálculo de la tasa de descuento TEIMSA

Detalle	2018	2017	2016	2015	2014
Gastos financieros	\$ 217.575,41	\$ 240.099,33	\$ 318.572,88	\$ -	\$ 230.877,28
Deuda financiera	\$ 1.663.151,92	\$ 2.027.849,06	\$ 2.498.130,92	\$ -	\$ 449.820,08
Tasa de deuda	13,08%	11,84%	12,75%	0,00%	51,33%
Promedio Tasa deuda	17,80%				
Fondos propios	\$ 8.362.777,42	\$ 8.496.830,97	\$ 8.085.313,61	\$ 7.993.679,90	\$ 7.725.154,44
Total Pasivos y Patrimonio	\$ 15.217.448,40	\$ 14.684.380,56	\$ 14.101.879,48	\$ 15.622.534,23	\$ 14.406.926,79
Tasa de Fondos propios	54,96%	57,86%	57,34%	51,17%	53,62%
Promedio Tasa de Fondos propios	54,99%				
Fondos ajenos	\$ 6.854.670,98	\$ 6.187.549,59	\$ 6.016.565,87	\$ 7.628.854,33	\$ 6.681.772,35
Total Pasivos y Patrimonio	\$ 15.217.448,40	\$ 14.684.380,56	\$ 14.101.879,48	\$ 15.622.534,23	\$ 14.406.926,79
Tasa de Fondos ajenos	45,04%	42,14%	42,66%	48,83%	46,38%
Promedio Tasa de fondos ajenos	45,01%				
Impuestos	\$ 132.930,84	\$ 148.136,52	\$ 165.038,39	\$ 219.497,67	\$ 310.783,73
Resultados ordinarios antes de impuestos	\$ 531.723,34	\$ 809.711,42	\$ 750.174,51	\$ 997.716,67	\$ 1.043.945,18
Tasa de impuestos	25,00%	18,29%	22,00%	22,00%	29,77%
Tasa Promedio impuestos	23,41%				

Fuente: Elaboración a partir de estados publicados por la Superintendencia de Valores, Compañías y Seguros (s.f.)

Tabla 24. Anexo 4. Cálculo de la tasa de descuento PRODUTEXTI

Detalle	2018	2017	2016	2015	2014
Gastos financieros	\$ 202.067,97	\$ 88.414,15	\$ 76.358,18	\$ 45.628,68	\$ 1.336,36
Deuda financiera	\$ 847.552,13	\$ -	\$ 250.002,81	\$ 75.014,81	\$ -
Tasa de deuda	23,84%	0,00%	30,54%	60,83%	0,00%
Promedio Tasa de deuda	23,04%				
Fondos propios	\$ 1.662.088,41	\$ 1.510.874,61	\$ 1.340.472,79	\$ 1.228.305,93	\$ 688.653,58
Total Pasivos y Patrimonio	\$ 6.619.971,75	\$ 5.874.034,91	\$ 4.690.948,05	\$ 3.778.816,44	\$ 2.812.529,18
Tasa de Fondos propios	25,11%	25,72%	28,58%	32,51%	24,49%
Promedio Tasa de Fondos propios	27,28%				
Fondos ajenos	\$ 4.957.883,34	\$ 4.363.160,30	\$ 3.350.475,26	\$ 2.550.510,51	\$ 2.123.875,60
Total Pasivos y Patrimonio	\$ 6.619.971,75	\$ 5.874.034,91	\$ 4.690.948,05	\$ 3.778.816,44	\$ 2.812.529,18
Tasa de Fondos ajenos	74,89%	74,28%	71,42%	67,49%	75,51%
Promedio Tasa de fondos ajenos	72,72%				
Impuestos	\$ 64.836,54	\$ 56.276,55	\$ 54.983,51	\$ 100.914,99	\$ 91.165,00
Resultados ordinarios antes impuestos	\$ 259.346,15	\$ 255.802,48	\$ 249.925,03	\$ 458.704,51	\$ 414.386,37
Tasa de impuestos	25,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%
Tasa Promedio impuestos	22,60%				

Fuente: Elaboración a partir de estados publicados por la Superintendencia de Valores, Compañías y Seguros (s.f.)

Tabla 25. Anexo 5. Cálculo de la tasa de descuento TORRETEXTIMPORT

Detalle	2018	2017	2016	2015	2014
Gastos financieros	\$ 61.953,65	\$ 60.826,96	\$ 3.148,48	\$ 136,80	\$ -
Deuda financiera	\$ 1.162.830,81	\$ 653.959,61	\$ 499.182,13	\$ -	\$ -
Tasa de deuda	5,33%	9,30%	0,63%	0,00%	0,00%
Promedio Tasa deuda	3,81%				
Fondos propios	\$ 251.296,44	\$ 310.813,67	\$ 195.792,81	\$ 21.901,23	\$ -
Total Pasivos y Patrimonio	\$ 5.631.965,70	\$ 3.248.772,24	\$ 3.215.551,69	\$ 1.447.690,34	\$ -
Tasa de Fondos propios	4,46%	9,57%	6,09%	1,51%	0,00%
Promedio Tasa de Fondos propios	5,41%				
Fondos ajenos	\$ 5.380.669,26	\$ 2.937.958,57	\$ 3.019.758,88	\$ 1.425.789,11	\$ -
Total Pasivos y Patrimonio	\$ 5.631.965,70	\$ 3.248.772,24	\$ 3.215.551,69	\$ 1.447.690,34	\$ -
Tasa de Fondos ajenos	95,54%	90,43%	93,91%	98,49%	0,00%
Promedio Tasa de fondos ajenos	94,59%				
Impuestos	\$ 64.180,99	\$ 49.754,63	\$ 35.934,89	\$ 5.895,22	\$ -
Resultados ordinarios antes impuestos	\$ 256.723,96	\$ 226.157,42	\$ 163.340,38	\$ 26.796,44	\$ -
Tasa de impuestos	25,00%	22,00%	22,00%	22,00%	0,00%
Tasa Promedio impuestos	22,75%				

Fuente: Elaboración a partir de estados publicados por la Superintendencia de Valores, Compañías y Seguros (s.f.)

Tabla 26. Anexo 6. Cálculo de la tasa de descuento TEXSARO

Detalle	2018	2017	2016	2015	2014
Gastos financieros	\$ 218.287,61	\$ 211.349,14	\$ 202.979,52	\$ -	\$ 47.058,65
Deuda financiera	\$ 349.283,76	\$ 219.022,02	\$ 422.550,73	\$ 738.517,86	\$ 1.111.562,04
Tasa de deuda	62,50%	96,50%	48,04%	0,00%	4,23%
Promedio Tasa de deuda	42,25%				
Fondos propios	\$ 2.017.477,19	\$ 2.082.797,09	\$ 2.218.822,24	\$ 2.187.724,84	\$ 2.208.912,56
Total Pasivos y Patrimonio	\$ 5.368.830,27	\$ 5.076.265,72	\$ 5.018.340,45	\$ 5.325.062,45	\$ 5.059.102,16
Tasa de Fondos propios	37,58%	41,03%	44,21%	41,08%	43,66%
Promedio Tasa de Fondos propios	41,51%				
Fondos ajenos	\$ 3.351.353,08	\$ 2.993.468,63	\$ 2.799.518,21	\$ 3.137.337,61	\$ 2.850.189,60
Total Pasivos y Patrimonio	\$ 5.368.830,27	\$ 5.076.265,72	\$ 5.018.340,45	\$ 5.325.062,45	\$ 5.059.102,16
Tasa de Fondos ajenos	62,42%	58,97%	55,79%	58,92%	56,34%
Promedio Tasa de Fondos Ajenos	58,49%				
Impuestos	\$ 840,60	\$ -	\$ 18.182,06	\$ 17.317,96	\$ 34.618,36
Resultados ordinarios antes impuestos	\$ 3.362,38	\$ -26.156,97	\$ 82.645,74	\$ 78.718,00	\$ 157.356,17
Tasa de impuestos	25,00%	0,00%	22,00%	22,00%	22,00%
Tasa Promedio impuestos	18,20%				

Fuente: Elaboración a partir de estados publicados por la Superintendencia de Valores, Compañías y Seguros (s.f.)

Tabla 27. Anexo 7. Cálculo de la tasa de descuento IMPACTEX

Detalle	2018	2017	2016	2015	2014
Gastos financieros	\$ 115.900,46	\$ 38.465,85	\$ 27.279,54	\$ -	\$ 915,21
Deuda financiera	\$ 427.383,08	\$ 296.101,26	\$ -	\$ -	\$ -
Tasa de deuda	27,12%	12,99%	0,00%	0,00%	0,00%
Promedio Tasa deuda	8,02%				
Fondos propios	\$ 1.484.958,41	\$ 1.252.415,55	\$ 1.110.036,12	\$ 955.708,20	\$ 1.968.574,70
Total Pasivos y Patrimonio	\$ 4.474.228,99	\$ 3.671.466,82	\$ 2.974.014,89	\$ 2.940.838,21	\$ 2.997.385,17
Tasa de Fondos propios	33,19%	34,11%	37,32%	32,50%	65,68%
Promedio Tasa de Fondos propios	40,56%				
Fondos ajenos	\$ 2.989.270,58	\$ 2.419.051,27	\$ 1.863.978,77	\$ 1.985.130,01	\$ 1.028.810,47
Total Pasivos y Patrimonio	\$ 4.474.228,99	\$ 3.671.466,82	\$ 2.974.014,89	\$ 2.940.838,21	\$ 2.997.385,17
Tasa de Fondos ajenos	66,81%	65,89%	62,68%	67,50%	34,32%
Promedio Tasa de Fondos Ajenos	59,44%				
Impuestos	\$ 95.265,80	\$ 77.698,48	\$ 66.595,47	\$ 21.198,96	\$ 3.154,15
Resultados ordinarios antes impuestos	\$ 381.063,20	\$ 353.174,91	\$ 302.706,71	\$ 96.358,90	\$ 14.337,05
Tasa de impuestos	25,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%
Tasa Promedio impuestos	22,60%				

Fuente: Elaboración a partir de estados publicados por la Superintendencia de Valores, Compañías y Seguros (s.f.)

Tabla 28. Anexo 8. Cálculo de la tasa de descuento TEXCORB

Detalle	2018	2017	2016
Gastos financieros	\$ 288,90	\$ 208,78	\$ 49,03
Deuda financiera	\$ -	\$ -	\$ -
Tasa de deuda	0,00%	0,00%	0,00%
Promedio Tasa deuda	0,00%		
Fondos propios	\$ 1.825.681,17	\$ 1.623.109,15	\$ 5.614,42
Total Pasivos y Patrimonio	\$ 1.943.295,49	\$ 1.767.693,34	\$ 5.989,69
Tasa de Fondos propios	93,95%	91,82%	93,73%
Promedio Tasa de Fondos propios	93,17%		
Fondos ajenos	\$ 117.614,32	\$ 144.584,19	\$ 375,27
Total Pasivos y Patrimonio	\$ 1.943.295,49	\$ 1.767.693,34	\$ 5.989,69
Tasa de Fondos ajenos	6,05%	8,18%	6,27%
Promedio Tasa de Fondos Ajenos	6,83%		
Impuestos	\$ 68.297,80	\$ 68.679,27	\$ -
Resultados ordinarios antes impuestos	\$ 273.191,18	\$ 312.178,52	\$ -385,58
Tasa de impuestos	25,00%	22,00%	0,00%
Tasa Promedio impuestos	15,67%		

Fuente: Elaboración a partir de estados publicados por la Superintendencia de Valores, Compañías y Seguros (s.f.)

Tabla 29. Anexo 9. Cálculo de la tasa de descuento TECNORIZO

Detalle	2018	2017	2016	2015	2014
Gastos financieros	\$ 79.601,08	\$ 104.914,32	\$ 74.347,80	\$ 52.407,63	\$ 21.250,08
Deuda financiera	\$ -	\$ -	\$ 103.072,38	\$ -	\$ -
Tasa de deuda	0,00%	0,00%	72,13%	0,00%	0,00%
Promedio Tasa deuda	14,43%				
Fondos propios	\$ 103.554,83	\$ 97.528,66	\$ 71.060,66	\$ 194.910,25	\$ 512.388,52
Total Pasivos y Patrimonio	\$ 1.860.339,90	\$ 2.026.715,17	\$ 2.255.354,34	\$ 2.389.698,34	\$ 2.529.248,43
Tasa de Fondos propios	5,57%	4,81%	3,15%	8,16%	20,26%
Promedio Tasa de Fondos propios	8,39%				
Fondos djenos	\$ 1.756.785,07	\$ 1.929.186,51	\$ 2.184.293,68	\$ 2.194.788,09	\$ 2.016.859,91
Total Pasivos y Patrimonio	\$ 1.860.339,90	\$ 2.026.715,17	\$ 2.255.354,34	\$ 2.389.698,34	\$ 2.529.248,43
Tasa de Fondos djenos	94,43%	95,19%	96,85%	91,84%	79,74%
Promedio Tasa de Fondos Ajenos	91,61%				
Impuestos	\$ 15.527,98	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 34.715,64
Resultados ordinarios antes impuestos	\$ 241.159,22	\$ 112.390,00	\$ 243.063,15	\$ 139.022,99	\$ 157.798,35
Tasa de impuestos	6,44%	0,00%	0,00%	0,00%	22,00%
Tasa Promedio impuestos	5,69%				

Fuente: Elaboración a partir de estados publicados por la Superintendencia de Valores, Compañías y Seguros (s.f.)

Tabla 30. Anexo 10. Cálculo de la tasa de descuento PARECO

Detalle	2018	2017	2016	2015	2014
Gastos financieros	\$ 2.001,07	\$ 11.124,95	\$ 16.133,99	\$ 14.003,25	\$ 678,64
Deuda Financiera	\$ -	\$ 89.251,63	\$ 128.808,42	\$ -	\$ -
Tasa de deuda	0,00%	12,46%	12,53%	0,00%	0,00%
Promedio Tasa deuda	5,00%				
Fondos propios	\$ 583.806,68	\$ 590.298,24	\$ 568.006,37	\$ 586.372,60	\$ 566.528,25
Total Pasivos y Patrimonio	\$ 907.812,48	\$ 1.042.983,11	\$ 996.837,44	\$ 976.692,85	\$ 976.193,84
Tasa de Fondos propios	64,31%	56,60%	56,98%	60,04%	58,03%
Promedio Tasa de Fondos propios	59,19%				
Fondos djenos	\$ 324.005,80	\$ 452.684,87	\$ 428.831,07	\$ 390.320,25	\$ 409.665,59
Total Pasivos y Patrimonio	\$ 907.812,48	\$ 1.042.983,11	\$ 996.837,44	\$ 976.692,85	\$ 976.193,84
Tasa de Fondos djenos	35,69%	43,40%	43,02%	39,96%	41,97%
Promedio Tasa de Fondos djenos	40,81%				
Impuestos	\$ 902,22	\$ 4.168,58	\$ -	\$ 6.758,93	\$ 9.729,80
Resultados ordinarios antes impuestos	\$ 4.101,00	\$ 18.948,09	\$ 6.185,70	\$ 30.722,41	\$ 44.226,39
Tasa de impuestos	22,00%	22,00%	0,00%	22,00%	22,00%
Tasa Promedio impuestos	17,60%				

Fuente: Elaboración a partir de estados publicados por la Superintendencia de Valores, Compañías y Seguros (s.f.)

Tabla 31. Anexo 11. Cálculo de la tasa de descuento CISNECOLOR

Detalle	2018	2017	2016	2015	2014
Gastos financieros	\$ 1.454,34	\$ 1.268,36	\$ 43,15	\$ 565,43	\$ 140,42
Deuda Financiera	\$ 9.706,26	\$ 16.417,46	\$ -	\$ -	\$ -
Tasa de deuda	14,98%	7,73%	0,00%	0,00%	0,00%
Promedio Tasa deuda	4,54%				
Fondos propios	\$ 126.571,64	\$ 170.618,28	\$ 166.014,95	\$ 165.500,58	\$ 167.642,02
Total Pasivos y Patrimonio	\$ 291.676,25	\$ 324.216,59	\$ 320.709,91	\$ 297.689,01	\$ 276.797,61
Tasa de Fondos propios	43,39%	52,62%	51,76%	55,60%	60,56%
Promedio Tasa de Fondos propios	52,79%				
Fondos ajenos	\$ 165.104,61	\$ 153.598,31	\$ 154.694,96	\$ 132.188,43	\$ 109.155,59
Total Pasivos y Patrimonio	\$ 291.676,25	\$ 324.216,59	\$ 320.709,91	\$ 297.689,01	\$ 276.797,61
Tasa de Fondos ajenos	56,61%	47,38%	48,24%	44,40%	39,44%
Promedio Tasa de Fondos ajenos	47,21%				
Impuestos	\$ 6.190,84	\$ 1.519,63	\$ 784,46	\$ 1.041,41	\$ 4.164,01
Resultados ordinarios antes impuestos	\$ 28.140,19	\$ 6.907,42	\$ 3.565,71	\$ 4.733,70	\$ 18.927,32
Tasa de impuestos	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%
Tasa Promedio impuestos	22,00%				

Fuente: Elaboración a partir de estados publicados por la Superintendencia de Valores, Compañías y Seguros (s.f.)

Tabla 32. Anexo 12. Aumento de NOF y aumento de activo fijo TEIMSA

Detalle	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Documentos y cuentas por cobrar y otras cuentas por cobrar	\$ 2.313.289,13	\$ 2.665.918,47	\$ 1.871.615,57	\$ 2.299.597,38	\$ 3.095.087,55	\$ 3.353.639,11
Inventarios	\$ 3.006.999,89	\$ 2.685.177,56	\$ 3.144.888,42	\$ 3.466.066,14	\$ 2.333.263,17	\$ 2.522.980,10
Efectivo Y Equivalentes De Efectivo	\$ 532.078,00	\$ 939.435,35	\$ 501.368,95	\$ 912,72	\$ 959.858,93	\$ 1.155.901,20
Acreeedores comerciales y otras cuentas por pagar	\$ 2.872.195,35	\$ 1.979.851,96	\$ 526.622,45	\$ 875.151,89	\$ 1.886.566,89	\$ 774.361,43
Necesidades Operativas de Fondos (NOF)	\$ 2.980.171,67	\$ 4.310.679,42	\$ 4.991.250,49	\$ 5.851.424,35	\$ 4.501.642,76	\$ 6.258.158,98
Aumento de NOF	\$ -1.330.507,75	\$ -680.571,07	\$ -860.173,86	\$ 1.349.781,59	\$ -1.756.516,22	
Activos fijos	\$ 8.540.686,19	\$ 7.659.256,12	\$ 7.760.315,42	\$ 7.990.682,81	\$ 7.304.830,13	\$ 5.662.284,72
Aumento de activo fijo	\$ 881.430,07	\$ -101.059,30	\$ -230.367,39	\$ 685.852,68	\$ 1.642.545,41	

Fuente: Elaboración a partir de estados publicados por la Superintendencia de Valores, Compañías y Seguros (s.f.)

Tabla 33. Anexo 13. Aumento de NOF y aumento de activo fijo PRODUTEXTI

Detalle	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Documentos y cuentas por cobrar y otras cuentas por cobrar	\$ 2.843.155,22	\$ 1.950.561,16	\$ 2.298.463,98	\$ 1.949.172,81	\$ 1.458.671,06	\$ 0,00
Inventarios	\$ 3.323.685,99	\$ 3.563.539,52	\$ 1.956.151,69	\$ 1.471.938,59	\$ 632.865,99	\$ 0,00
Efectivo Y Equivalentes De Efectivo	\$ 53.587,27	\$ 6.334,12	\$ 19.046,47	\$ 2.237,16	\$ 394.103,31	\$ 3.000,00
Acreeedores comerciales y otras cuentas por pagar	\$ 1.652.074,11	\$ 2.979.892,80	\$ 1.697.296,07	\$ 1.385.561,05	\$ 1.357.262,01	\$ 0,00
Necesidades Operativas de Fondos (NOF)	\$ 4.568.354,37	\$ 2.540.542,00	\$ 2.576.366,07	\$ 2.037.787,51	\$ 1.128.378,35	\$ 3.000,00
Aumento de NOF	\$ 2.027.812,37	\$ -35.824,07	\$ 538.578,56	\$ 909.409,16	\$ 1.125.378,35	\$ 0,00
Activos fijos	\$ 304.260,76	\$ 272.032,57	\$ 203.040,96	\$ 195.461,30	\$ 210.854,06	\$ 0,00
Aumento de activo fijo	\$ 32.228,19	\$ 68.991,61	\$ 7.579,66	\$ -15.392,76	\$ 210.854,06	\$ 0,00

Fuente: Elaboración a partir de estados publicados por la Superintendencia de Valores, Compañías y Seguros (s.f.)

Tabla 34. Anexo 14. Aumento de NOF y aumento de activo fijo TORRETEXTIMPORT

Detalle	2018	2017	2016	2015	2014
Documentos y cuentas por cobrar	\$ 2.916.269,39	\$ 1.716.046,53	\$ 1.258.121,51	\$ 300.922,38	\$ 0,00
Inventarios	\$ 1.749.534,86	\$ 1.158.882,89	\$ 832.944,44	\$ 180.090,01	\$ 0,00
Efectivo y equivalentes	\$ 842.225,67	\$ 272.500,45	\$ 694.761,21	\$ 954.847,56	\$ 1.000,00
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	\$ 2.871.774,86	\$ 1.168.147,98	\$ 1.348.464,62	\$ 1.010.669,06	\$ 0,00
Necesidades Operativas de Fondos (NOF)	\$ 2.636.255,06	\$ 1.979.281,89	\$ 1.437.362,54	\$ 425.190,89	\$ 1.000,00
Aumento de NOF	\$ 656.973,17	\$ 541.919,35	\$ 1.012.171,65	\$ 424.190,89	\$ 1.000,00
Activos fijos	\$ 59.743,47	\$ 44.150,85	\$ 14.385,77	\$ 0,00	\$ 0,00
Aumento de activo fijo	\$ 15.592,62	\$ 29.765,08	\$ 14.385,77	\$ 0,00	\$ 0,00

Fuente: Elaboración a partir de estados publicados por la Superintendencia de Valores, Compañías y Seguros (s.f.)

Tabla 35. Anexo 15. Aumento de NOF y aumento de activo fijo TEXSARO

Detalle	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Documentos y cuentas por cobrar y otras cuentas por cobrar	\$ 632.627,96	\$ 876.210,08	\$ 609.929,03	\$ 977.367,38	\$ 845.464,98	\$ 796.169,58
Inventarios	\$ 821.608,54	\$ 568.903,72	\$ 1.137.607,92	\$ 1.006.617,33	\$ 667.770,73	\$ 679.790,92
Efectivo Y Equivalentes De Efectivo	\$ 62.130,92	\$ 155.181,33	\$ 96.145,27	\$ 89.719,93	\$ 88.662,54	\$ 136.526,43
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	\$ 1.041.134,80	\$ 833.024,91	\$ 762.028,22	\$ 759.142,68	\$ 1.036.993,94	\$ 1.779.414,65
Necesidades Operativas de Fondos (NOF)	\$ 475.232,62	\$ 767.270,22	\$ 1.081.654,00	\$ 1.314.561,96	\$ 564.904,31	\$ -166.927,72
Aumento de NOF	\$ -292.037,60	\$ -314.383,78	\$ -232.907,96	\$ 749.657,65	\$ 731.832,03	
Activos Fijos	\$ 3.153.389,93	\$ 3.254.089,28	\$ 3.003.265,63	\$ 2.818.296,17	\$ 3.032.332,15	\$ 3.086.474,39
Aumento de activo fijo	\$ -100.699,35	\$ 250.823,65	\$ 184.969,46	\$ -214.035,98	\$ -54.142,24	

Fuente: Elaboración a partir de estados publicados por la Superintendencia de Valores, Compañías y Seguros (s.f.)

Tabla 36. Anexo 16. Aumento de NOF y aumento de activo fijo IMPACTEX

Detalle	2018	2017	2016	2015	2014
Documentos y cuentas por cobrar	\$ 1.267.978,51	\$ 1.116.134,77	\$ 863.588,61	\$ 820.967,05	\$ 572.320,31
Inventarios	\$ 2.002.606,36	\$ 1.689.519,25	\$ 1.308.007,81	\$ 1.475.102,45	\$ 1.804.202,77
Efectivo y equivalentes	\$ 238.878,04	\$ 277.905,90	\$ 448.605,60	\$ 310.122,30	\$ 351.601,57
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	\$ 1.311.240,64	\$ 1.239.703,16	\$ 1.054.172,67	\$ 1.175.111,71	\$ 903.099,65
Necesidades Operativas de Fondos (NOF)					
Aumento de NOF	\$ 354.365,51	\$ 277.827,41	\$ 134.949,26	\$ -393.944,91	
Activos fijos	\$ 857.713,37	\$ 524.384,30	\$ 194.744,07	\$ 200.791,63	\$ 247.775,00
Aumento de activo fijo	\$ 333.329,07	\$ 329.640,23	\$ -6.047,56	\$ -46.983,37	

Fuente: Elaboración a partir de estados publicados por la Superintendencia de Valores, Compañías y Seguros (s.f.)

Tabla 37. Anexo 17. Aumento de NOF y aumento de activo fijo TEXCORB

Detalle	2018	2017	2016
Documentos y cuentas por cobrar	\$ 518.233,52	\$ 306.779,69	\$ 0,00
Inventarios	\$ 1.288.203,03	\$ 1.205.608,55	\$ 0,00
Efectivo y equivalentes	\$ 81.603,04	\$ 192.858,84	\$ 5.944,11
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	\$ 22.030,26	\$ 17.060,04	\$ 375,27
Necesidades Operativas de Fondos (NOF)	\$ 1.866.009,33	\$ 1.688.187,04	\$ 5.568,84
Aumento de NOF	\$ 177.822,29	\$ 1.682.618,20	\$ 5.568,84
Activos fijos	\$ 9.446,50	\$ 10.605,51	\$ 0,00
Aumento de activo fijo	\$ -1.159,01	\$ 10.605,51	

Fuente: Elaboración a partir de estados publicados por la Superintendencia de Valores, Compañías y Seguros (s.f.)

Tabla 38. Anexo 18. Aumento de NOF y aumento de activo fijo TECNORIZO

Detalle	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Documentos y cuentas por cobrar	\$ 72.621,83	\$ 76.192,24	\$ 128.741,34	\$ 91.720,69	\$ 54.249,02	\$ 160.634,00
Inventarios	\$ 124.433,31	\$ 191.522,53	\$ 242.628,48	\$ 253.129,87	\$ 442.967,29	\$ 409.469,00
Efectivo y equivalentes	\$ 5.353,27	\$ 5.935,16	\$ 40.101,77	\$ 25.766,55	\$ 25.229,60	\$ 9.665,00
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	\$ 399.046,89	\$ 827.412,87	\$ 901.746,69	\$ 808.604,56	\$ 795.041,20	\$ 600.107,00
Necesidades Operativas de Fondos (NOF)	\$ -196.638,48	\$ -553.762,94	\$ -490.275,10	\$ -437.987,45	\$ -272.595,29	\$ -20.339,00
Aumento de NOF	\$ 357.124,46	\$ -63.487,84	\$ -52.287,65	\$ -165.392,16	\$ -252.256,29	
Activos fijos	\$ 1.606.679,67	\$ 1.702.069,06	\$ 1.777.401,52	\$ 1.968.962,72	\$ 1.899.687,23	\$ 2.106.494,00
Aumento de activo fijo	\$ -95.389,39	\$ -75.332,46	\$ -191.561,20	\$ 69.275,49	\$ -206.806,77	

Fuente: Elaboración a partir de estados publicados por la Superintendencia de Valores, Compañías y Seguros (s.f.)

Tabla 39. Anexo 19. Aumento de NOF y aumento de activo fijo PARECO

Detalle	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Documentos y cuentas por cobrar y otras cuentas por cobrar	\$ 106.027,42	\$ 153.567,17	\$ 96.050,92	\$ 73.087,31	\$ 41.411,33	\$ 239.206,79
Inventarios	\$ 231.985,77	\$ 203.274,03	\$ 134.355,58	\$ 97.859,27	\$ 180.723,53	\$ 146.832,37
Efectivo Y Equivalentes	\$ 31.747,50	\$ 8.447,98	\$ 23.133,72	\$ 11.261,66	\$ 43.558,75	\$ 58.457,14
De Efectivo						
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	\$ 304.099,08	\$ 338.938,06	\$ 279.637,42	\$ 200.468,02	\$ 338.748,28	\$ 294.886,22
Necesidades Operativas de Fondos (NOF)	\$ 65.661,61	\$ 26.351,12	\$ -26.097,20	\$ -18.259,78	\$ -73.054,67	
Aumento de NOF	\$ 39.310,49	\$ 52.448,32	\$ -7.837,42	\$ 54.794,89	\$ -73.054,67	
Activos Fijos	\$ 358.252,74	\$ 376.623,65	\$ 244.301,28	\$ 240.370,51	\$ 56.882,01	\$ 67.436,63
Aumento de activo fijo	\$ -18.370,91	\$ 132.322,37	\$ 3.930,77	\$ 183.488,50	\$ -10.554,62	

Fuente: Elaboración a partir de estados publicados por la Superintendencia de Valores, Compañías y Seguros (s.f.)

Tabla 40. Anexo 20. Aumento de NOF y aumento de activo fijo CISNECOLOR

Detalle	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Documentos y cuentas por cobrar y otras cuentas por cobrar	\$ 7.139,00	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 0,00	\$ 153,59	\$ 153,59
Inventarios	\$ 151.403,83	\$ 178.392,52	\$ 172.701,33	\$ 146.189,05	\$ 113.040,52	\$ 79.910,03
Efectivo Y Equivalentes De Efectivo	\$ 2.520,71	\$ 1.227,17	\$ 5.910,90	\$ 11.804,17	\$ 3.290,66	\$ 17.885,23
Acreedores comerciales y otras cuentas por pagar	\$ 76.036,46	\$ 55.462,21	\$ 70.931,70	\$ 55.337,83	\$ 48.988,83	\$ 36.943,81
Necesidades Operativas de Fondos (NOF)	\$ 85.027,08	\$ 124.157,48	\$ 107.680,53	\$ 102.655,39	\$ 67.495,94	\$ 61.005,04
Aumento de NOF	\$ -39.130,40	\$ 16.476,95	\$ 5.025,14	\$ 35.159,45	\$ 6.490,90	
Activos fijos	\$ 120.112,71	\$ 129.609,96	\$ 128.173,88	\$ 136.546,63	\$ 152.836,79	\$ 141.869,64
Aumento de activo fijo	\$ -9.497,25	\$ 1.436,08	\$ -8.372,75	\$ -16.290,16	\$ 10.967,15	

Fuente: Elaboración a partir de estados publicados por la Superintendencia de Valores, Compañías y Seguros (s.f.)