



UNIVERSIDAD ACADEMIA DE HUMANISMO CRISTIANO
CARRERA DE INGENIERIA COMERCIAL

VALORACIÓN DE EMPRESAS Y CONSIDERACIONES
PARA LAS PYMES CHILENAS. UN CASO PRÁCTICO

Tesis para optar al título de Ingeniero Comercial y al grado académico de Licenciado en Ciencias en
Administración de Empresas

| | |
|-----------------------|---------------------------------------------------------|
| Profesor Guía : | Luis Valencia Rivera |
| Profesor Informante : | Arno Klenner Meixner |
| Alumnos : | Christian Cancino González Luis Hernández Balladares |

Santiago, 2014



UNIVERSIDAD ACADEMIA DE HUMANISMO CRISTIANO
CARRERA DE INGENIERIA COMERCIAL

VALORACIÓN DE EMPRESAS Y CONSIDERACIONES
PARA LAS PYMES CHILENAS. UN CASO PRÁCTICO

Tesis para optar al título de Ingeniero Comercial y al grado académico de Licenciado en Ciencias en
Administración de Empresas

| | |
|-----------------------|---------------------------------------------------------|
| Profesor Guía : | Luis Valencia Rivera |
| Profesor Informante : | Arno Klenner Meixner |
| Alumnos : | Christian Cancino González Luis Hernández Balladares |

Santiago, 2014

DEDICATORIA

A nuestras familias y a Don Jens Alid Nielsen

AGRADECIMIENTOS

Agradecemos a nuestro Profesor Guía y a la Comisión de Profesores por el apoyo para que pudiésemos realizar este trabajo.

Queremos agradecer también a la Universidad Academia Humanismo Cristiano por habernos educado y haber potenciado nuestro desarrollo profesional.

Finalmente, agradecemos a nuestras familias por el apoyo incondicional en todo momento.

Tabla de Contenidos

| | |
|------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| DEDICATORIA | 3 |
| AGRADECIMIENTOS | 4 |
| TABLA DE CONTENIDOS | 5 |
| 1. INTRODUCCIÓN..... | 8 |
| 1.1 FORMULACIÓN DEL PROBLEMA | 9 |
| 1.2 JUSTIFICACIÓN..... | 10 |
| 1.3 OBJETIVOS | 11 |
| 1.4 METODOLOGÍA | 12 |
| 2. CONCEPTO DE VALORACIÓN DE UNA EMPRESA | 13 |
| 2.1 CONCEPTO DE VALORACIÓN..... | 13 |
| 2.2 CONSIDERACIONES SOBRE PRECIO Y VALOR | 14 |
| 2.3 RAZONES PARA VALORAR UNA EMPRESA | 15 |
| 2.3.1. <i>Razones Internas (dirigidas a los gestores de la empresa)</i> | 15 |
| 2.3.2. <i>Razones Externas (necesidad ante terceros ajenos a la empresa)</i> | 15 |
| 2.4 ETAPAS DEL PROCESO DE VALORACIÓN..... | 16 |
| 2.5 NEGOCIACIÓN..... | 17 |
| 3. INSTRUMENTOS DE VALORACIÓN..... | 21 |
| 3.1 ESTADOS FINANCIEROS | 21 |
| 3.1.1. <i>Balance general</i> | 21 |
| 3.1.2. <i>Estado de Resultados</i> | 23 |
| 3.1.3. <i>Estados de cambio en la posición financiera</i> | 26 |
| 3.1.4. <i>Flujo de caja</i> | 27 |
| 3.1.5. <i>Ratios Financieros</i> | 33 |

| | |
|-------------------------------------------------------------------------|-----------|
| 4. MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS | 42 |
| 4.1 MÉTODOS ANALÍTICOS | 42 |
| 4.1.1. <i>Valor neto contable</i> | 43 |
| 4.1.2. <i>Valor neto contable corregido</i> | 44 |
| 4.2 MÉTODOS DE RENDIMIENTO | 45 |
| 4.2.1. <i>Descuento de flujos de caja</i> | 47 |
| 4.3 MÉTODOS COMPARATIVOS, EXTERNOS O DE MERCADO | 48 |
| 4.3.1. <i>Múltiplos de empresas cotizadas y comparables</i> | 49 |
| 4.3.2. <i>Múltiplos de transacciones precedentes comparables</i> | 51 |
| 4.3.3. <i>Múltiplos basados en el valor de los fondos propios</i> | 52 |
| 4.3.4. <i>Múltiplos basados en el valor de la empresa</i> | 54 |
| 5. TASA DE DESCUENTO | 58 |
| 6. CASO PRÁCTICO | 63 |
| 6.1 ANÁLISIS HISTÓRICO DE LA EMPRESA..... | 63 |
| 6.1.1. <i>Descripción de la empresa:</i> | 63 |
| 6.1.2. <i>Estructura Organizativa:</i> | 64 |
| 6.1.3. <i>Objetivos de la Valoración</i> | 65 |
| 6.1.4. <i>Productos y Servicios</i> | 66 |
| 6.1.5. <i>Estados Financieros</i> | 67 |
| 6.1.6. <i>Cifra de Negocios</i> | 74 |
| 6.1.7. <i>Clientes</i> | 74 |
| 6.1.8. <i>Competencia</i> | 76 |
| 6.1.9. <i>Análisis FODA</i> | 76 |
| 6.2 ANÁLISIS DEL ENTORNO | 79 |
| 6.2.1. <i>PIB de Chile:</i> | 79 |
| 6.2.2. <i>Tipo de Cambio:</i> | 80 |

| | | |
|-----------|----------------------------------------------------------------|------------|
| 6.2.3. | <i>Importaciones desde China:</i> | 80 |
| 6.2.4. | <i>Cambios en la Legislación Tributaria:</i> | 81 |
| 6.2.5. | <i>China</i> | 82 |
| 6.2.6. | <i>Conclusiones Generales de la Empresa:</i> | 82 |
| 6.3 | SELECCIÓN DE MÉTODO DE VALORACIÓN Y TASA DE DESCUENTO | 84 |
| 6.3.1. | <i>Selección de método</i> | 84 |
| 6.3.2. | <i>Tasa de descuento de flujos para una PYME Chilena</i> | 85 |
| 6.4 | PROYECCIONES DE LA EMPRESA | 87 |
| 6.5 | FLUJOS Y RESULTADOS | 89 |
| 6.6 | ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD | 92 |
| 6.6.1. | <i>Disminución de clientes estratégicos</i> | 92 |
| 6.6.2. | <i>Sustitución de RRHH estratégico.</i> | 95 |
| 6.6.3. | <i>Aumento en el costo de venta</i> | 97 |
| 6.6.4. | <i>Disminución en el costo de venta</i> | 99 |
| 6.6.5. | <i>Aumento en los impuestos</i> | 101 |
| 6.6.6. | <i>Aumento en la tasa de descuento</i> | 103 |
| 6.6.7. | <i>Resumen</i> | 105 |
| 7. | CONCLUSIONES GENERALES | 109 |
| 8. | ANEXOS | 113 |
| | ANEXO A: GLOSARIO DE TÉRMINOS FINANCIEROS | 113 |
| | ANEXO B: PROBABILIDAD ACUMULATIVA DE QUIEBRA..... | 119 |
| | ANEXO C: TASAS DAMODARAN..... | 120 |
| | ANEXO D: TASAS TIP CARTERAS BCCH (2012-2014)..... | 121 |
| | BIBLIOGRAFÍA | 122 |

1. Introducción

La globalización es un fenómeno que resume un importante cambio cualitativo en la economía mundial y que ha involucrado a todo tipo de organizaciones: políticas, sociales, culturales, empresariales, entre otras. Este fenómeno se constituye por la integración económica de países y organizaciones de todo el mundo, lo que trae consigo un aumento tanto del comercio nacional como internacional, un aumento en los flujos financieros, una mayor internacionalización de los procesos productivos y un avance hacia la armonización de las instituciones económicas nacionales (Larraín, 2004).

El inicio de la globalización ocurre al menos desde que los imperios en Europa y China se dedicaron al comercio a largas distancias, pero su verdadero apogeo comienza en el siglo XIX y se desarrolla en el siglo XX, en que la revolución tecnológica logró importantes avances como la microelectrónica, la robótica y las telecomunicaciones (Hax y Wilde, 2003; Larraín, 2004). Estos avances se pueden explicar en gran parte por las necesidades que surgieron en las empresas que buscaban ventajas competitivas y que con la universalidad de las redes, tuvieron que cambiar la forma en que pensaban las estrategias de negocios, creando un cambio radical en la organización industrial (Cleri, 1999; Hax y Wilde, 2003; Porter, 2006).

Estos cambios en el enfoque de los ejecutivos de las empresas, derivan en la necesidad de conocer de manera integral tanto su organización, como la de empresas competidoras, complementarias o incluso pertenecientes a otros sectores de la industria, cobrando relevancia la necesidad de valorar empresas. De esta forma, estos

estudios han tomado un rol muy importante en la organización industrial y en las estrategias desarrolladas por los ejecutivos en las últimas décadas, logrando que las organizaciones estén mejor preparadas para competir, para desarrollar nuevos proyectos, para determinar donde hacer nuevas inversiones o solicitar nuevos créditos, así como también para realizar fusiones, adquisiciones y escisiones. Esta búsqueda de estrategias competitivas sustentables en el tiempo ha hecho que conceptos como valoración de empresas, crecimiento, optimización y participación de mercado hayan llegado a ser de uso tan importante como el costo, el riesgo, la eficiencia y la competitividad (Mascareñas, 2000; Tarziján y Paredes, 2001; Del Sol, 2004; Saieh et. al., 2006).

1.1 Formulación del Problema

Las Grandes Empresas son las que cuentan con mayores recursos para realizar valoraciones de empresas, tanto desde el punto de vista de la información disponible, como desde el punto de vista económico, tecnológico, humano y particularmente profesional, sin embargo de acuerdo a la Primera Encuesta Longitudinal de Empresas (2009), del Ministerio de Economía, Fomento y Turismo, en Chile solo alcanzan a poco más de 8.000 empresas y representan el 1% del total y el 81% de la cifra de negocios.

Por otra parte, según este mismo estudio, las Microempresas y Pymes en conjunto llegan a poco más de 736.000 y representan el 99% del total de empresas en Chile, con solo el 19% de las ventas. Debido a lo anterior, este sector sin duda cuenta con menores recursos para poder desarrollar una adecuada valoración, sin embargo su

mayor problema no radica en la disponibilidad de recursos, sino en que los métodos existentes pierden gran parte de sus propiedades valorativas al ser aplicados en este tipo de empresas

Cabe entonces preguntarse, ¿Por qué los métodos de valoración existente no funcionan adecuadamente al valorar microempresas y pymes?, ¿Qué soluciones se pueden desarrollar para corregir este problema?

1.2 Justificación

Son varias las razones por las cuales los autores de la presente tesis consideran que los métodos de valoración existentes, por sí solos no bastan para valorar microempresas y pymes. En la mayoría de las empresas de este tipo, no concurren las premisas básicas para la aplicación de metodologías de valoración, tales como las siguientes:

- Calidad del negocio, entendida como hacer bien las cosas y verlo reflejado en los bienes y servicios que se ofrecen.
- Sostenibilidad del negocio, es decir, la capacidad de generar sus necesidades presentes, sin comprometer la capacidad de cubrir sus necesidades futuras.
- Masa crítica, referida a la cantidad de clientes necesarios para que el negocio se pueda sostener en el tiempo.

También se puede señalar que, a diferencia de empresas que transan sus acciones en la bolsa, para estas organizaciones no existe un mercado que aporte información en línea con la cual se puedan comparar, lo que hace necesario desarrollar estrategias y metodologías complementarias para realizar su valoración.

Por otra parte, la organización de las microempresas y pymes es menos desarrollada, lo que se traduce en determinadas carencias de información necesarias para la valoración.

Complementariamente, los autores consideran que existen otros aspectos adicionales tremendamente relevantes en la valoración, que generan una gran diferencia entre las metodologías adecuadas para valorar grandes empresas y pymes. Entre estos aspectos están:

- El valor que aportan las personas que constituyen una pyme o microempresa, tiene un impacto relativamente mayor en la valoración, que el que aportan en una gran empresa.
- Los mecanismos de estimación del riesgo son más complejos en pymes. Por ejemplo si el propietario tiene la inversión concentrada, es muy difícil estimar correctamente el riesgo asociado.

1.3 Objetivos

El objetivo general de la presente tesis es *"Aportar criterios y orientaciones que faciliten la valoración de microempresas y pymes"*.

Complementariamente y para concretar este objetivo general, se considera necesario establecer los siguientes objetivos específicos:

- Identificar las principales razones por las que se debe valorar una empresa
- Identificar los factores que determinan el valor comercial de una empresa.
- Determinar las etapas del proceso de valoración
- Describir los distintos métodos de valoración.

- Establecer los principales problemas que se generan al aplicar los métodos de valoración a microempresas y pymes.
- Desarrollar un caso práctico de valoración de una pyme.
- Realizar recomendaciones y aportar criterios para valoración de pymes y microempresas

1.4 Metodología

La metodología utilizada para desarrollar la presente tesis considera aspectos tanto cualitativos como cuantitativos. La descripción de las metodologías para la valoración de empresas, el estudio del estado del arte y los criterios y orientaciones constituyen la parte cualitativa de este trabajo. La parte cuantitativa está principalmente representada por el caso práctico desarrollado, en que se valora una pyme chilena con datos reales, de modo de aportar desde la experiencia con un ejemplo concreto.

El desarrollo de la tesis considera una descripción de los distintos métodos utilizados en la valoración de empresas, la problemática que representa aplicar estos métodos a las microempresas y pymes, una propuesta de criterios y orientaciones que complementen los métodos utilizados en el proceso de valoración a través de una combinación de referencias contables, financieras y descriptivas, además de una aplicación en un caso práctico.

La fuente de información corresponde a diversa bibliografía, conocimientos adquiridos durante la etapa educacional y la información que proporciona una Pyme nacional.

2. Concepto de Valoración de una Empresa

2.1 Concepto de Valoración

Para el desarrollo de la presente tesis, los autores consideran que el concepto de valoración es un proceso a través del cual se logra medir los elementos que constituyen el patrimonio de una empresa o permiten medir una actividad, su potencial o cualquier otra característica en particular que interese cuantificar.

Se trata de determinar el valor intrínseco de un negocio, entendido como una estimación objetiva del valor actual y potencial, no su valor de mercado ni mucho menos su precio, es decir se pretende determinar un intervalo de valores razonables dentro del cual estará incluido su valor intrínseco.

Un proceso de valoración considera aspectos técnicos y juicios de valor que son siempre subjetivos. Esta combinatoria generalmente deriva en que no se alcanza un valor único o exacto, más bien permite llegar a determinar un valor razonable. Según esto, una correcta valoración debe basarse en supuestos razonables y estar bien sustentada técnicamente.

Para acotar el componente subjetivo y establecer supuestos razonables, los autores estiman que es útil identificar y separar las siguientes preguntas: ¿valor para qué?, ¿valor para quién? y ¿valor en qué circunstancias?.

De acuerdo a lo anterior, podríamos resumir el concepto de valoración y su significado en los siguientes puntos:

- No existen valoradores universales o métodos únicos, es indispensable conocer la realidad de una empresa para realizar su valoración, es decir,

cuanto más se conozca de ella, mejor será el resultado de este cálculo y permitirá entender de mejor forma la realidad de la empresa.

- Para realizar un adecuado proceso de valoración, es necesario entender las virtudes y limitaciones de los modelos y plantear razonables supuestos, tanto teóricos como prácticos.
- Todo proceso de valoración va más allá de un cálculo exclusivamente matemático, debe incluir un objetivo, un punto de vista y se realiza a partir de una realidad particular y objetiva.
- Se puede señalar que, independiente del método utilizado, si se establece para qué, para quién y bajo qué circunstancias, dos evaluadores podrían llegar a obtener resultados similares.

2.2 Consideraciones sobre Precio y Valor

El valor corresponde a una estimación abstracta que se obtiene durante el proceso de valoración de una empresa, a partir de la cual se estima el rango para el cual cada parte está dispuesta a realizar la transacción, mientras que el precio es el resultado final de una negociación, el cual ha incorporado aspectos subjetivos, tanto del comprador como del vendedor.

“El valor representa una posibilidad, mientras que el precio representa una realidad”.

En consecuencia, estos dos conceptos, aún distintos entre sí, se encuentran relacionados a la hora de valorar una empresa (valor y precio), no obstante, hay que saber separarlos y distinguirlos.

2.3 Razones para valorar una empresa

Muchas pueden ser las razones para valorar una empresa, sin embargo las situaciones más frecuentes se señalan a continuación:

2.3.1. Razones Internas (dirigidas a los gestores de la empresa)

- Conocer la situación y/o evolución del patrimonio (medir la “creación de valor para el accionista”).
- Verificar la gestión llevada a cabo por los directivos.
- Establecer las políticas de dividendos.
- Conocer la capacidad de endeudamiento. Ampliación o reestructuración interna del capital.
- Herencia, sucesión, etc.

2.3.2. Razones Externas (necesidad ante terceros ajenos a la empresa)

- Transmisión (total o parcial) de la empresa.
- Separación o incorporación de socios. Adquisición por parte de un grupo inversor:
 - Interno (directivos): Management buy-out (MBO).
 - Externo: Management buy-in (MBI) Fusiones.
- Solicitud de financiación bancaria.

2.4 Etapas del proceso de valoración

La valoración de una empresa es un proceso, en el cual los factores a manejar deben estar claramente conceptuados y definidos; en ningún caso se trata de una simple aplicación de un método.

Antes de hacer la valoración se debe conocer la empresa y su cultura organizacional, lo que implica conocer a su personal, su forma de actuar y la forma como resuelven los problemas. Además se debe prever el futuro, para lo cual es necesario calcular el valor real de la empresa de acuerdo con las expectativas futuras de generación de flujos de caja y el riesgo asociado a los mismos. Luego, es importante identificar claramente los parámetros para la valoración, antes de obtener conclusiones e interpretar los resultados obtenidos.

A continuación se presenta un resumen de las principales fases para la valoración de una empresa:

FASES PARA LA ELABORACIÓN DE UNA VALORACIÓN

1. Análisis Histórico de la Empresa
2. Análisis del Entorno
3. Selección del Método y Parámetros
4. Proyecciones de la Empresa
5. Flujos y Resultados
6. Análisis de Sensibilidad

Para mayor detalle en las fases, la sección 6 de este trabajo incluye un caso práctico en el que se siguen todas ellas y se explica claramente en qué consiste y cómo se hace.

2.5 Negociación

A partir del valor determinado para la empresa evaluada y bajo condiciones de distintos escenarios, tales como escenario esperado, optimista y pesimista, cada parte determina un valor óptimo, que se basa principalmente en el criterio de maximizar su valor, es importante decir que cuando realizamos una valoración primordialmente lo que estamos haciendo es medir la eficacia de la gestión de la empresa. Así también, quien está interesado en vender determina un valor mínimo a cobrar, mientras que quien compra determina un valor máximo a pagar. Generalmente los valores óptimos determinados por cada parte son distintos entre sí, por lo que la posibilidad de que las partes negociadoras puedan ponerse de acuerdo de forma inmediata son escasas, sin embargo, que finalmente las partes puedan ponerse de acuerdo y lograr una negociación exitosa, depende importantemente de los márgenes que cada parte tenga para acercarse a la posición de la otra parte. En este proceso, el diálogo, las argumentaciones y contra argumentaciones resultan fundamentales para alcanzar el éxito en la negociación.

Tal como se ha visto a lo largo de la presente Tesis, la información que maneje cada una de las partes, sea esta de su propio proyecto como de la otra parte, resulta fundamental durante un proceso de negociación, llegando en algunos casos a ser vital para alcanzar una negociación más favorable a sus intereses.

Aún cuando lo central en un proceso de negociación es la maximización de beneficios que busca obtener cada una de las partes, se debe tener presente que hay muchos factores que tienen incidencia durante un proceso de negociación, por ello, en los

párrafos siguientes se mencionan algunos de estos factores y se analizan para una mejor comprensión:

a) Conflictos:

Una negociación es en sí mismo un conflicto entre las partes. Los conflictos son inherentes a los sistemas sociales, por lo tanto se considera importante conocerlos y comprenderlos para desarrollar estrategias y enfrentarlos.

Estrategia: Conocer el ambiente en que se desarrolla la negociación es importante para desarrollar una adecuada estrategia. Una negociación puede llevarse a cabo en una ambiente cálido y relajado o en una situación de tensión y desconfianza, dando lugar a una estrategia distinta para cada caso.

b) Comunicación:

Cualquier negociación es comunicación, por lo que tener una comunicación clara, asertiva y orientada a los objetivos que se persiguen, permitirá que las partes ganen y generen valor en la negociación.

c) Opciones y Legitimidad:

Las opciones son soluciones a conflictos que las partes generan con el objeto de satisfacer sus intereses. El proceso de negociación puede llevarse a cabo identificando opciones mutuamente satisfactorias, sin descuidar que se realicen en un marco de legitimidad.

d) Ética:

No hay unanimidad sobre lo que las partes consideran éticamente aceptable, razón por la cual, tanto en la vida como en los negocios, tratar a la otra parte como uno quisiera ser tratado, puede ser una solución.

e) Poder:

Ser experto en un tema o tener capacidad de disuasión son fuentes de poder. Puede haber muchas otras fuentes y utilizarlas permite superar conflictos y facilita alcanzar el éxito en las negociaciones.

f) Cierre:

Durante un proceso de negociación, alguna de las partes puede sentirse satisfecho con lo logrado hasta ese momento. El dilema es si lo comunica a la otra o define continuar buscando un mayor beneficio. Aceptar lo logrado y definir el cierre de las negociaciones es cooperar, mientras que continuar negociando puede ser considerado como competir. Esta definición depende en buena medida de quienes están al frente de las negociaciones y de lo que hayan observado durante el proceso de negociación. Ser competitivo puede significar, en algunos casos, un retroceso a lo que se había alcanzado hasta ese momento.

g) Colaboración:

Es más factible alcanzar un acuerdo durante una negociación cuando hay una estrategia de colaboración, pues si alguna de las partes asume una posición más dura e inflexible, no solo genera sensaciones que molestan a la otra parte, sino que además puede llevar a que finalmente las partes no se pongan de acuerdo.

Relaciones Permanentes: En muchos casos una determinada negociación puede ser solo una de otras muchas relaciones, por lo que cada parte, además de satisfacer sus intereses, debe procurar mantener, o al menos no perjudicar, su relación con la otra parte.

h) Cultura:

La negociación entre personas de distintas culturas es cada vez más habitual, por lo que saber cómo manejar estas diferencias, permite desarrollar negociaciones más satisfactorias.

i) Casos Especiales:

Sin duda que hay casos especiales en una negociación, pues siempre habrá alguien que está dispuesto a comprar a toda costa o a vender a cualquier precio, sin embargo estas situaciones son más bien de carácter especial y no son las más frecuentes.

3. Instrumentos de valoración

3.1 Estados Financieros¹

Las empresas están variando permanentemente sus condiciones tanto económicas como financieras, las cuales son consecuencia de cada una de las actividades que desarrollan y que se traducen en nuevos ingresos o egresos.

Los Estados Financieros tienen por objetivo representar la información cuantitativa de las empresas, acumulada en el tiempo, procesada y analizada. Sus dos principales instrumentos se conocen como “Balance General” y “Estado de Resultado”.

La información que proporcionan los Estados Financieros, debe a su vez acompañarse de otro anexo denominado Estado de Cambios en la Posición Financiera, el cual se establece para cada ejercicio o un determinado periodo.

3.1.1. Balance general

El Balance General muestra la información en tipos de cuentas contables, las que a su vez se pueden resumir en tres grandes grupos: Activos, Pasivos y Patrimonio.

Los activos representan todos los recursos económicos con que cuenta la empresa. Si estos recursos se pueden realizar en un plazo máximo de un año se denominan Activos de Corto Plazo y reciben la denominación genérica de Activo Circulante. Si en cambio se espera que se realicen en un plazo mayor de un año se denominan Activos de Largo Plazo y reciben la denominación genérica de Activo Fijo.

¹ Para una descripción más completa de los Estados Financieros véase (Bosch y Vargas, 1993)

Los pasivos representan todas las obligaciones que tiene la empresa con terceros, es decir, a favor de personas ajenas a ella, y conforme al mismo criterio que en el caso de los Activos, pueden ser agrupados en Pasivos de Corto Plazo y Pasivos de Largo Plazo. Finalmente, el patrimonio corresponde a la propiedad neta de los dueños de la empresa.

La relación entre estas cuentas responde a la siguiente identidad:

$$\text{Activos} = \text{Pasivos} + \text{Patrimonio} \quad (3.1)$$

Los Balances reflejan esta identidad con una estructura que sin ser rígida en contenido, se puede representar de la siguiente forma:

Cuadro N° 1
Ejemplo de un Balance General

| ACTIVO CIRCULANTE | | PASIVO CIRCULANTE | |
|--------------------------|---------------------|-----------------------------|---------------------|
| Caja | \$ 79.200 | Cuentas por pagar c/plazo | \$ 1.848.000 |
| Banco | \$ 220.000 | Intereses por pagar | \$ 39.600 |
| Depósito a plazo | \$ 447.700 | Proveedores | \$ 1.496.000 |
| Cuentas por cobrar | \$ 908.160 | IVA, débito fiscal | \$ 123.000 |
| Clientes | \$ 2.741.200 | Impuestos por pagar | \$ 137.104 |
| Estimación incobrables | -\$57.288 | Obligaciones previsionales | \$ 26.400 |
| Existencias | \$ 2.851.200 | Total | \$ 3.670.304 |
| Seguros vigentes | \$ 9.592 | PASIVO A LARGO PLAZO | - |
| Total | \$ 7.199.764 | Cuentas por pagar L/Plazo | \$ 264.000 |
| ACTIVO FIJO | \$ 1.151.040 | Total | \$ 264.000 |
| Muebles | \$ 2.877.600 | PATRIMONIO | |
| Vehículos | \$ 168.860 | Capital | \$ 3.520.000 |
| Herramientas | \$ 167.860 | Revaloriz. Capit. Propio | \$ 1.473.384 |
| Deprec. Acum. | -\$ 2.129.424 | Utilidad | \$ 339.152 |
| Total | \$ 2.067.076 | Total | \$ 5.332.536 |
| ACTIVOS | \$ 9.266.840 | PASIVOS Y PATRIMONIO | \$ 9.266.840 |

Fuente: (Bosch y Vargas, 1993)

3.1.2. Estado de Resultados

El Estado de Resultado establece cómo ha variado el Patrimonio de la entidad. Para ello, proporciona información sobre los rubros que han generado ingresos y los que han generado gastos durante un determinado periodo de tiempo, por ejemplo un año. Muchas veces la variación positiva del Patrimonio es interpretada como la magnitud de éxito que ha tenido la empresa durante ese periodo, sin embargo no es recomendable interpretarlo siempre de esta forma, más bien se debe indagar sobre las circunstancias que la llevaron a ese resultado, antes de establecer un juicio apresurado. Lo mismo vale si la variación del Patrimonio es negativa.

El Estado de Resultados puede ser presentado como Cuenta y/o, como Informe.

a) Estado de Resultado en forma de cuenta:

En este caso las cuentas de gasto se presentan al “Debe”, mientras que las cuentas de ingresos se presentan al “Haber”.

A partir del Balance presentado anteriormente, a continuación se presenta el Estado de Resultado en forma de Cuenta.

Cuadro N° 2
Ejemplo de un Estado de Resultado en forma de Cuenta

| | | | |
|---------------------------------|---------------------|-----------------------|---------------------|
| Costo de Ventas | \$ 2.798.400 | Ventas | \$ 4.945.600 |
| Sueldos | \$ 396.000 | Intereses ganados | \$ 7.700 |
| Comisiones de Vendedores | \$ 281.600 | | |
| Leyes Sociales | \$ 70.400 | | |
| Arriendos | \$ 211.200 | | |
| Publicidad | \$ 140.800 | | |
| Gastos por intereses | \$ 74.800 | | |
| Gastos de vehículos de reparto | \$ 132.000 | | |
| Créditos incobrables | \$ 24.728 | | |
| Seguros | \$ 26.400 | | |
| Depreciaciones y Amortizaciones | \$ 196.636 | | |
| Gastos generales | \$ 114.400 | | |
| Corrección monetaria | \$ 89.584 | | |
| Impuesto a la renta (17%) | \$ 67.380 | | |
| Subtotal | \$ 4.624.328 | | \$ 4.953.300 |
| Utilidad | \$ 328.972 | | |
| Total Gastos | \$ 4.953.300 | Total ingresos | \$ 4.953.300 |

Fuente: (Bosch y Vargas, 1993)

b) Estado de Resultado en forma de Informe:

En este caso, la presentación del Estado de Resultado se inicia con los ingresos económicos propios de la explotación y luego se van deduciendo costos para llegar a determinar el resultado bruto, el resultado operacional y finalmente el resultado del ejercicio.

A partir de los mismos datos presentados en el punto anterior, a continuación se presenta el Estado de Resultados como Informe:

Cuadro N° 3
Ejemplo de un Estado de Resultado en forma de Informe

| | | |
|-----------------------------------------------------------|-------------|---------------------|
| Ventas | | \$ 4.945.600 |
| -Costo de Ventas | | \$ 2.798.400 |
| Utilidad Bruta | | \$ 2.147.200 |
| -Gastos de Administración y Ventas (Gastos Operacionales) | | |
| Sueldos | \$ 396.000 | |
| Comisiones de Vendedores | \$ 281.600 | |
| Leyes Sociales | \$ 70.400 | |
| Arriendos | \$ 211.200 | |
| Publicidad | \$ 140.800 | |
| Gastos de Vehículos de reparto | \$ 132.000 | |
| Créditos incobrables | \$ 24.728 | |
| Seguros | \$ 26.400 | |
| Depreciaciones y amortizaciones | \$ 196.636 | |
| Gastos generales | \$ 114.400 | \$ 1.594.164 |
| Utilidad de la operación | | \$ 553.036 |
| +Ingresos (Gastos) No Operacionales | | |
| Intereses Ganados | \$ 7.700 | |
| Gastos por intereses | - \$ 74.800 | |
| Corrección Monetaria | - \$ 89.584 | -\$ 156.684 |
| Utilidad antes de Impuesto a la Renta | | \$ 396.352 |
| - Impuesto a la renta (17%) | | \$ 67.380 |
| Utilidad Neta | | \$ 328.972 |

Fuente: (Bosch y Vargas, 1993)

Como se puede apreciar, esta forma de presentación permite establecer la Utilidad Bruta (\$ 2.147.200), la Utilidad Operacional (\$ 553.036), la Pérdida no Operacional (- \$ 156.684), la Utilidad Antes de Impuestos (\$ 396.352) y la Utilidad Neta (\$ 328.972).

c) Estado de Resultado condensado:

Cabe destacar que a partir del Estado de Resultado presentado como Informe, también es posible encontrar Estados de Resultado Condensados, cuya forma se presenta a continuación:

Cuadro N° 4
Ejemplo de un Estado de Resultado Condensado

| | |
|----------------------------------------------|---------------------|
| Ventas | \$ 4.945.600 |
| - Costo Ventas | \$ 2.798.400 |
| Utilidad Bruta | \$ 2.147.200 |
| - Gastos de Administración y Ventas | \$ 1.594.164 |
| Utilidad Operacional | \$ 553.036 |
| - Pérdida no Operacional Neta | \$ 156.684 |
| Utilidad antes de impuesto a la renta | \$ 396.352 |
| - Impuesto a la renta | \$ 67.380 |
| Utilidad Neta | \$ 328.972 |

Fuente: (Bosch y Vargas, 1993)

3.1.3. Estados de cambio en la posición financiera

El objetivo de los Estados de cambio en la posición financiera es presentar los recursos financieros que una empresa ha generado durante un determinado ejercicio y señalar la forma cómo han sido utilizados. En este caso el concepto de “recursos financieros” se identifica como “capital de trabajo” o “capital circulante” y corresponde a la diferencia entre el activo circulante y el pasivo circulante. En consecuencia, para que se produzca una variación en el capital de trabajo, es necesario que intervengan una o más cuentas del sector circulante y una o más cuentas del sector no circulante o fijo.

De acuerdo a lo anterior, al comparar las partidas de dos balances sucesivos, es posible determinar los cambios que se han producido en la situación financiera de una determinada empresa. Naturalmente, para lograr una comparación más válida, es necesario expresar los valores de ambos balances en valores monetarios de la misma época.

3.1.4. Flujo de caja

El flujo de caja efectivo corresponde a una medición financiera que se calcula a partir de la diferencia entre los ingresos y egresos de dinero. Las empresas suelen organizar esta información y la utilizan para la toma de decisiones. Es de suma importancia establecer un adecuado manejo de estos flujos para así lograr mejores resultados. El no hacerlo puede significar que la empresa aumente o disminuya significativamente su capital de trabajo, resultando menos eficiente su administración financiera, incurriendo en mayores costos, insolvencia o incluso en la quiebra, aún tratándose de una empresa muy rentable y de alta rotación de sus productos.

3.1.4.1 Medición y análisis del flujo de efectivo

El “Estado de Cambios en la Situación Financiera” es el que tradicionalmente analiza el flujo de efectivo (ver Cuadro N° 6), es decir analiza donde se está generando el flujo y en que se está utilizando.

Cuadro N° 5
Análisis del flujo de efectivo en el Estado de cambios en la situación financiera

| |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Utilidad neta del ejercicio |
| + Cargos a resultados que no representaron desembolsos de efectivo (por ejemplo, depreciación y amortizaciones) |
| = Flujo generado del resultado neto del ejercicio o Flujo Interno (1) |
| - Incremento en cuentas por cobrar |
| - Incremento en inventarios |
| + Incremento en proveedores |
| = Flujo derivado de cambios en el capital de trabajo (2) |
| Recursos generados por la operación (3) = (1)+(2) |
| Flujo derivado por financiamiento |
| Financiamiento ajeno: |
| + Incremento en pasivo de corto plazo |
| + Incremento en pasivo de largo plazo |
| Financiamiento propio: |
| + Aportaciones de capital |
| - Pago de dividendos |
| = Flujo derivado por financiamiento (4) |
| Recursos generados en actividades de inversión: |
| - Adquisiciones de inmuebles, planta y equipo (6) |
| - Otras actividades de carácter permanente |
| = Recursos generados en actividades de inversión (5) |
| Incremento neto en activo disponible o flujo de efectivo neto (3)+(4)+(5) |

Fuente: (Bosch y Vargas, 1993)

A la utilidad neta del ejercicio se le suman los cargos que no representaron desembolsos de efectivo y se obtiene el “Flujo generado del resultado del ejercicio” (Operación (1) en Cuadro N° 6), o también denominado “flujo interno”.

Por otra parte, debido a que las operaciones normalmente no ocurren en condición de pago contado, es decir, tanto las compras como las ventas incluyen formas de pago diferidas o a crédito, las cuentas por cobrar y las cuentas por pagar varían, por esta razón, al flujo generado del resultado del ejercicio se resta el incremento en las cuentas por cobrar y el incremento en el inventario, ambas cuentas que demandan recursos, mientras que se suma el incremento en proveedores, pues por el contrario,

corresponden a una fuente de origen de recursos, para obtener el "flujo derivado de cambios en el capital de trabajo" (operación (2) en Cuadro N° 6). Esta cifra representa la cantidad de recursos que se utilizaron para financiar la operación de la empresa, ó bien, la cantidad de recursos que se obtuvieron por dejar de financiar la operación. Se puede decir que si se vende a crédito una cantidad superior a la del periodo anterior, y/o se incrementa el monto de las existencias en el inventario, se está utilizando mayor cantidad de dinero para financiar la operación. Esto no debe interpretarse como un costo, pues no se está perdiendo nada, solo se están reinvertiendo recursos en ciertos rubros, Al contrario, en otro periodo podría ocurrir que la empresa venda parte o todo su inventario, o cobrar sus cuentas y recuperar los recursos invertidos.

La suma del "flujo generado del resultado neto del ejercicio" y del "flujo derivado de cambios en el capital de trabajo" permite obtener lo que se conoce como "recursos generados por la operación" (resultado (3) en Cuadro N° 6), el cual indica la cantidad de recursos propios de la operación, que se están obteniendo. Es importante mantener estrecho cuidado sobre los recursos generados por la operación, especialmente en el mediano y largo plazo, ya que representa los recursos que se están generando por la propia operación de la empresa y no por fuentes ajenas a su actividad. Si el resultado fuese negativo, estaría indicando que la operación productiva no genera suficiente efectivo para mantenerse por sí misma, requiriendo de otras fuentes para desarrollar la operación. Al contrario, si son altos comparados con el saldo final en el incremento en el activo disponible, quiere decir que una parte de los recursos que se obtuvieron de la operación se utilizaron para pagar financiamiento o para inversiones. Este

concepto de “recursos generado por la operación” o “flujo generado por la operación” es lo que también se conoce en el medio por sus siglas en inglés: CFO o “cash flow from operation”.

Como se aprecia en el esquema del Cuadro N° 6, si a los "recursos generados por la operación" se le suman el "flujo derivado por financiamiento" y los "recursos generados en actividades de inversión", se obtiene el “Incremento neto en activo disponible” o “flujo de efectivo neto”, en el período. El flujo derivado por financiamiento se compone del financiamiento ajeno, es decir, del aumento y disminución de partidas del pasivo, y del financiamiento propio, es decir, de aportes de accionistas y del pago de dividendos. Los "recursos generados en actividades de inversión" por su parte, se componen de los recursos utilizados para la adquisición de inmuebles, planta y equipo, y de otras inversiones de carácter permanente.

El estado de cambios en la situación financiera permite identificar el origen de los recursos que obtuvo la empresa y en que se utilizaron, más específicamente aún, se analizan los orígenes y aplicaciones relacionados con la operación, el financiamiento y la inversión. Lo importante es cuidar la sana relación y causalidad entre orígenes y aplicaciones.

Una forma más esquemática de analizar este estado financiero se representa a continuación:

Cuadro N° 6
Análisis del Estado de cambio en la posición financiera

| Nivel I | Nivel II | Nivel III |
|-------------------------------------------|-----------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------|
| Flujo generado por la operación | Flujo generado por el resultado Neto del ejercicio | Utilidad del ejercicio |
| | | Cargos a resultados que no implicaron desembolso de efectivo: depreciación y amortizaciones |
| | Flujo derivado por cambios en el Capital de Trabajo | = - Incremento en cuentas por cobrar |
| | | = - Incremento en el inventario |
| | | = + Incremento en cuentas por pagar |
| Flujo derivado por financiamiento | Por financiamiento ajeno (pasivo) | = + Incremento en pasivo de corto plazo |
| | | = + Incremento en pasivo de largo plazo |
| | Por financiamiento propio (capital contable) | = + Aportaciones de capital |
| | | = - Pago de dividendos |
| Flujo generado por actividad de inversión | Por inversión en activo fijo | = - Inversiones en inmuebles, planta y equipo |
| | Por otras inversiones de carácter permanente | = - Adquisición de acciones de otras empresas |
| | | = - otras Inversiones |
| | | = - Préstamos efectuados por la empresa |

Fuente: (Bosch y Vargas, 1993)

3.1.4.2 Flujo de efectivo libre o "free cash flow"

El “flujo de efectivo libre” o “free cash flow” es la diferencia entre el “flujo generado por la operación” (total 3 en Cuadro N° 6), menos la cantidad que se invierte en bienes de capital, es decir, el monto que aparece bajo el concepto de “adquisición de inmuebles, planta y equipo” (concepto (6) en Cuadro N° 6).

El concepto de FEL es uno de los más utilizado entre los analistas, ya que corresponde al flujo que la empresa tiene realmente disponible para otras aplicaciones, como por ejemplo:

- Financiar planes de expansión
- Reducir o pagar deuda
- Pagar dividendos
- Recompra de acciones

En algunas ocasiones el concepto de FEL se calcula sin considerar el pago de intereses. En este caso correspondería a un flujo antes del pago del costo de la deuda.

Algunas de las ventajas de usar “flujo de efectivo libre” o “free cash flow” en vez de “flujo generado por la operación” o “cash flow from operation” son las siguientes:

- El “flujo generado por la operación” no incluye cargos por uso de la capacidad de operación o capacidad de producción (reemplazo de activo fijo: inmuebles, planta y equipo).
- El “flujo generado por la operación” positivo que reporten las empresas pudiera ser insuficiente para reemplazar la capacidad productiva (reemplazo de activo fijo: inmuebles, planta y equipo). Esto en cambio, si está considerado en el “flujo de efectivo libre”.
- Empresas idénticas con requerimientos de bienes de capital idénticos pueden reportar “flujo generado por la operación” distintos, cuando una de ellas arriende el equipo y la otra sea propietaria del mismo. La empresa que arrienda el equipo tendrá un menor “flujo generado por la operación”, ya que las rentas aparecerán como parte del flujo operativo, mientras que la empresa dueña del equipo solo refleja su adquisición y eventual reposición después de haber determinado el “flujo generado por la operación”. Nuevamente, el

“flujo de efectivo libre” considera el flujo generado después de todas estas consideraciones.

Finalmente, esta definición de “flujo de efectivo libre” o “free cash flow” es el que se utiliza en general cuando se lleva a cabo un proceso de valoración de una empresa o una evaluación de un proyecto.

3.1.5. Ratios Financieros²

El análisis financiero se basa en la información que proporcionan los estados financieros de la empresa, básicamente el Balance General y el Estado de Resultados o de Pérdidas y Ganancias. Las Razones Financieras miden en buena forma el grado de eficacia y comportamiento de la empresa, permitiendo visualizar su situación financiera. Las razones financieras son básicamente de cinco tipos: de liquidez, de deuda, de rentabilidad, de cobertura y aquellas que tienen relación con los clientes y proveedores. Su uso es para conocer la capacidad de la empresa para hacer frente a sus obligaciones (Gómez, s.a.).

En el Ámbito de la Valoración de Empresas, es recomendable comparar los datos obtenidos de la empresa en estudio con los de la industria a la que pertenece. Esto permite tener una noción del comportamiento de la empresa frente sus competidores. Es importante tener presente que antes de aplicar un ratio o índice, deben eliminarse de la base de cálculo los ingresos y costos ajenos a la futura gestión o aquellos resultados no operacionales, de lo contrario se estaría desnaturalizando o equivocando la conclusión.

² Para una descripción más completa de los Ratios Financieros véase (Walsh, 2001; Gómez, s.a.)

3.1.5.1 Razones de liquidez

La liquidez permite conocer la capacidad que tiene una empresa para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo. Se refieren no solamente a las finanzas totales de la empresa, sino a su habilidad para convertir en efectivo determinados activos y pasivos circulantes.

a) Capital Neto de Trabajo (CNT):

Corresponde a la diferencia entre el activo circulante y el pasivo circulante.

$$\text{CNT} = \text{Activo Circulante} - \text{Pasivo Circulante} \quad (3.2)$$

b) Índice de Solvencia (IS):

Corresponde a la relación que existe entre el activo circulante y el pasivo circulante.

$$\text{IS} = \frac{\text{Activo Circulante}}{\text{Pasivo Circulante}} \quad (3.3)$$

c) Índice de Acidez (IA):

Esta prueba es semejante al índice de solvencia, pero se descuenta el valor de los inventarios al activo circulante.

$$\text{IA} = \frac{\text{Activo Circulante} - \text{Inventario}}{\text{Pasivo Circulante}} \quad (3.4)$$

d) Rotación de Inventario (RI):

Este indicador mide la liquidez del inventario por medio de su movimiento durante un determinado periodo.

$$RI = \frac{\text{Costo de lo vendido}}{\text{Inventario promedio}} \quad (3.5)$$

e) Plazo promedio de inventario (PPI):

Permite determinar el promedio de días que un artículo permanece en el inventario de la empresa. Para su cálculo se consideran años de 360 días.

$$PPI = \frac{360}{RI} \quad (3.6)$$

f) Rotación de cuentas por cobrar (RCC):

Relaciona las cuentas por cobrar respecto de las ventas anuales a crédito.

$$RCC = \frac{\text{Ventas anuales a crédito}}{\text{Promedio cuentas por cobrar}} \quad (3.7)$$

g) Plazo promedio de cuentas por cobrar (PPCC):

Esta razón muestra la evaluación de la política de créditos y cobros de la empresa.

$$PPCC = \frac{360}{RCC} \quad (3.8)$$

h) Rotación de cuentas por pagar (RCP):

Relaciona el promedio de cuentas por pagar con las compras anuales a crédito.

$$RCP = \frac{\text{Compras anuales a crédito}}{\text{Promedio de cuentas por pagar}} \quad (3.9)$$

i) Plazo promedio de cuentas por pagar (PPCP):

Permite visualizar las normas de pago de la empresa.

$$\text{PPCP} = \frac{360}{\text{RCP}} \quad (3.10)$$

3.1.5.2 Razones de endeudamiento

Las razones de endeudamiento se utilizan para determinar el grado de liquidez de la empresa en el largo plazo. Éstas son de gran importancia, pues proveen de información sobre el nivel de deudas que comprometen a la organización en el transcurso del tiempo.

a) Razón de endeudamiento (RE):

Relaciona el Pasivo total de la empresa con sus activos totales.

$$\text{RE} = \frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Activo Total}} \quad (3.11)$$

b) Razón Pasivo-Capital (RPC):

Mide la relación entre el pasivo a largo plazo y el capital contable (activos – pasivos).

$$\text{RPC} = \frac{\text{Pasivo a largo plazo}}{\text{Capital contable}} \quad (3.12)$$

3.1.5.3 Razones de rentabilidad

Las razones de rentabilidad se pueden clasificar en dos tipos, rentabilidad en relación a las ventas y rentabilidad en relación a la inversión. Ambas permiten apreciar la eficiencia de la operación de la empresa.

a) Margen bruto de utilidades (MB):

Indica el porcentaje que queda sobre las ventas después que la empresa ha pagado sus existencias.

$$MB = \frac{\text{Ingresos} - \text{Costo de lo vendido}}{\text{Ingresos}} \quad (3.13)$$

b) Margen bruto de utilidades operacionales (MO):

Corresponde a las utilidades netas que obtiene la empresa luego de la venta. Deben deducirse los cargos tanto financieros como gubernamentales.

c) Margen neto de utilidades (MN):

Corresponde al porcentaje que queda sobre la venta luego de deducir todos los gastos, incluyendo los impuestos.

d) Rotación del Activo Total (RAT):

Muestra la eficiencia con que la empresa utiliza sus activos para generar ventas.

$$RAT = \frac{\text{Ventas anuales}}{\text{Activos Totales}} \quad (3.14)$$

g) Rendimiento de la Inversión (REI):

Mide la efectividad total de la administración para producir utilidades con los activos disponibles.

$$REI = \frac{\text{Utilidades netas después de impuestos}}{\text{Activos totales}} \quad (3.15)$$

h) Utilidades por acción (UA):

Representa las ganancias que se obtienen por cada acción ordinaria vigente.

$$UA = \frac{\text{Utilidades disponibles para acciones ordinarias}}{\text{Número de acciones ordinarias circulando}} \quad (3.16)$$

i) Dividendos por acción (DA):

Corresponde al monto que se paga a los dueños de las acciones al terminar el periodo de ejercicio.

$$DA = \frac{\text{Total dividendos pagados}}{\text{Número de acciones ordinarias vigentes}} \quad (3.17)$$

3.1.5.4 Razones de cobertura

Las razones de cobertura relacionan los cargos financieros de una empresa con su capacidad para cumplir con ellos.

a) Veces que se ha ganado el interés (VGI):

Calcula la capacidad de la empresa para efectuar los pagos contractuales de intereses.

$$VGI = \frac{\text{Utilidad antes de intereses e impuestos}}{\text{Erogación anual por intereses}} \quad (3.18)$$

b) Cobertura total del pasivo (CTP):

Considera la capacidad de la empresa para cumplir sus obligaciones de pago de intereses y de rembolsar el principal de los préstamos o hacer abonos a los fondos de amortización.

$$CTP = \frac{\text{Ganancias antes de intereses e impuestos}}{\text{Intereses más abonos al pasivo principal}} \quad (3.19)$$

c) Razón de cobertura total (CT):

Esta razón incluye todos los tipos de obligaciones, tanto los fijos como los temporales, determina la capacidad de la empresa para cubrir todos sus cargos financieros.

$$CT = \frac{\text{Utilidades antes de pagos de arrendamientos, intereses e impuestos}}{\text{Intereses + abonos al pasivo principal + pago de arrendamientos}} \quad (3.20)$$

Los ratios financieros son herramientas que, en medio de las incertidumbres que se generan con los cambios socio-económicos, permiten evaluar el funcionamiento de una empresa en los distintos periodos de su existencia, en el pasado para apreciar la verdadera situación que corresponde a sus actividades, en el presente para realizar cambios en bien de la administración y en el futuro para realizar proyecciones sobre el crecimiento de la organización.

El análisis de las razones financieras, se debe realizar teniendo presente criterios y bases suficientes para tomar las decisiones más convenientes, es decir, aquellas que ayuden a mantener los recursos obtenidos anteriormente, los que garanticen el beneficio económico futuro, los que permitan cumplir con las obligaciones con terceros y posicionarse en el mercado de acuerdo a los intereses propios, con satisfactorios márgenes de utilidad, con una posición sólida y permanente frente a los competidores y aportando un adecuado grado de satisfacción para todos los órganos gestores de la organización (Gómez).

3.1.5.5 Razones financieras de proveedores y clientes

Otras razones financieras importantes son las que dicen relación con los Proveedores y Clientes, las cuales tienen por objeto mostrar la relación que existe entre lo que debemos y lo que nos deben, debido a la operación propia de la empresa.

En general, los índices de proveedores / clientes permiten obtener información acerca de la relación que tenemos con ellos. Los índices de proveedores aportan información que permite apreciar variaciones en los precios y volúmenes de compra, lo cual puede derivar en el mejoramiento de políticas de compra de materias primas, orientadas a reducir costos de almacenamiento e inventarios. Los índices a clientes permiten establecer políticas de cobro orientadas a cubrir pagos a proveedores en los plazos estipulados. En resumen, ambos índices proporcionan información que puede ser utilizada en la negociación de plazos de cobranzas, pagos y precios. Los más utilizados son:

$$\frac{\text{Cuentas por cobrar a clientes}}{\text{Cuentas por pagar a proveedores}} \quad (3.21)$$

$$\frac{\text{Precios actuales}}{\text{Precios anteriores}} \quad (3.22)$$

$$\frac{\text{Valor de órdenes pendientes con proveedores}}{\text{Promedio diario de compras}} \quad (3.23)$$

$$\frac{\text{Valor de órdenes pendientes y vencidas con proveedores}}{\text{Promedio diario de compras}} \quad (3.24)$$

$$\frac{\text{Acreedores}}{\text{Promedio diario de compras}} \quad (3.25)$$

$$\frac{\text{Caja + deudores + documentos negociables}}{\text{Pasivo circulante + gastos de capital comprometidos}} \quad (3.26)$$

$$\frac{\text{Valor de mercaderías devueltas o acreditadas}}{\text{Compras}} \quad (3.27)$$

4. Métodos de valoración de empresas

Existen variados métodos para valorar empresas, los cuales pueden variar en sofisticación y objetivos. Cada uno de ellos puede presentar ventajas o desventajas, incluso pueden llevar a resultados distintos entre ellos, por lo que se recomienda conocerlos, inclusive combinarlos para establecer de mejor manera el valor comercial de una empresa, pero a juicio de los autores el método conceptualmente más correcto es el de descuento de flujos futuros, pues sustenta de mejor forma sus resultados y es de los más utilizados y aceptados. Sin embargo se debe tener en cuenta que no es recomendable confiar solo en los métodos de valoración, pues en este tipo de actividad es fundamental el criterio del evaluador. No aplicarlo puede llevar a error.

La similitud entre algunos métodos hace posible agruparlos en tres tipos generales: i) Métodos analíticos; ii) Métodos de rendimiento; y iii) Métodos comparativos, externos o de mercado. También existen métodos de tipo mixto, que se basan en la experiencia de los evaluadores que bajo el criterio de prudencia, deciden ponderar distintos métodos. A continuación se describen los principales tres tipos:

4.1 Métodos analíticos

Estos métodos consideran la empresa como la simple unión de sus partes. De esta forma se determinan todos sus elementos, se les asigna un valor, y se calcula la suma algebraica de éstos llegando a un valor final de la empresa. Esta estructura se refleja cualitativa y cuantitativamente a través del balance de las empresas. Consecuentemente, el valor de la empresa ha de quedar expresado en el balance como

suma de todos y cada uno de los elementos que lo componen. Este punto de vista es irreal, ya que no considera el transcurso del tiempo y su incidencia en el valor, y sobre todo, no considera el precio de las cosas. Por otro lado, el balance no siempre constituye la justa representación económica de la empresa en los aspectos antes dichos, por razones como normas jurídicas y fiscales. De todos modos, aún cuando el Balance recogiera el justo valor de los elementos, en él representados, tiene el inconveniente de no permitir mostrar el valor debido al conjunto, o sea la organización, como un lugar donde concurren, además de los bienes, el factor humano y social, otros factores no evaluables de forma individualizada, tales como la ubicación de la empresa, sus redes de distribución, su imagen, etc. (Edvinson y Malone, 1999).

La principal ventaja de los métodos de este tipo, es su sencillez y comprensión para el usuario. Sin embargo, los problemas generados en la base tomada para la valoración a partir de la información contable, han dado lugar al surgimiento de diversos métodos analíticos, entre los que destacan el “Valor neto contable” y el “Valor neto contable corregido”.

4.1.1. Valor neto contable

El “Valor neto contable” es el valor del conjunto de activos pertenecientes a los propietarios. Este se calcula restando el Pasivo Exigible del Activo Total Real en el momento de la valoración, lo que es equivalente al Patrimonio Neto Ajustado, y por lo tanto puede ser calculado directamente por suma de los distintos componentes que constituyen los fondos propios según balance, ajustados por ingresos diferidos,

acciones propias de activo, dividendos aprobados y desembolsos pendientes sobre acciones, así como detrayendo todo tipo de activos ficticios (Rojo, 1994).

Sin embargo, los valores contables o históricos, no suelen reflejar los valores económicos o de mercado, dado que no toman en consideración el transcurso del tiempo y, por tanto, circunstancias tan significativas como la inflación, los comportamientos especulativos y otras circunstancias legales, fiscales, sociales, etc. que hacen que los valores se modifiquen en el tiempo.

4.1.2. Valor neto contable corregido

El “Valor neto contable corregido” es un valor de la empresa que se determina recalculando el conjunto de los activos reales de la empresa de acuerdo con su función, uso y utilidad en la misma a valor presente o de mercado, y restando de dicho valor las deudas actualizadas a valor presente de acuerdo con el coste vigente para tales deudas. Se podría definir este valor, como la cuantía de capital que sería necesario invertir en la actualidad por los propietarios para reconstruir el patrimonio que se está utilizando por la empresa en el estado en que el mismo se encuentra. Aunque ello no sería nunca posible, entrega una idea intuitiva del fin perseguido por la valoración.

La utilidad del método de “Valor neto contable corregido” es grande en el caso de empresas con pocos activos intangibles³, porque el evaluador debe efectuar un inventario de la empresa que pretende adquirir, con lo que pese a ser una tarea laboriosa, entrega información muy valiosa al interesado. Por su parte, el problema

³ Los activos intangibles son de muy difícil valoración en este caso.

fundamental del método es la asignación de los índices a los distintos elementos objetos de valoración o del valor particular asignable a cada uno (Rojo, 1994). Sólo luego de haber asignado un valor de mercado, según sus condiciones de uso, a cada elemento activo y pasivo de la empresa, se estará en condición de asignar el valor analítico a la misma.

4.2 Métodos de rendimiento

Este tipo de método considera la empresa como un todo enfocado a la obtención de rentas, por lo que no requiere agregación de ningún tipo. El valor está determinado entonces por la actualización de todas las rentas futuras. Así, los elementos tangibles e intangibles que componen la empresa son considerados por su influencia en las rentas, con lo que queda implícito el hecho de que los distintos elementos se relacionen.

Los problemas expuestos en los métodos analíticos, han hecho que actualmente se asuma que no existe otro modelo de valoración más eficiente que el basado en los flujos de renta. Ello, no significa que no se puedan utilizar los otros métodos de valoración y que éste sea perfecto, sino que hasta el momento constituye la forma más aceptada de hacerlo, habiendo ya en la literatura, nuevos métodos de valoración como el de “opciones reales” (Amram y Kulatilaka, 2000).

La preferencia por métodos de rendimiento se debe a que la renta empresarial depende tanto de la capacidad de la empresa para aunar los recursos humanos y físicos como puede hacerlo de los capitales en funcionamiento, pues éstos difícilmente pueden ser productivos y rentables sin un encaje adecuado en la

organización. De aquí se sigue que resulta mejor valorar la empresa a partir de los flujos de renta generados por el conjunto de capitales económicos, ya que los mismos tienen en cuenta la capacidad organizativa y, en cualquier caso, consideran los factores de carácter intangible que a ellos contribuyen. En otras palabras, las rentas son el resumen valorado de los capitales físico e intelectual.

El valor calculado basándose en las rentas puede ser superior o inferior al valor analítico, según como se haya desenvuelto la organización, siendo la diferencia entre uno y otro, el valor de los elementos intangibles o capital intelectual, lo que tradicionalmente se ha englobado bajo el nombre de "Fondo de Comercio", positivo o negativo.

Los métodos de rendimiento se diferencian entre sí principalmente en el tipo de renta utilizada, pudiendo ser esta el resultado, los dividendos o los flujos de caja. El utilizar el resultado como renta ha sido muy criticado por ser susceptible de ser modificado con fines concretos y por calcular la rentabilidad de la inversión existente sólo en el ejercicio, sin contar el impacto que ésta tenga en el futuro de la empresa. Por otra parte, la valoración por actualización de los dividendos es un método de inversionista más que de valoración para ejercer el control, por lo que también es un método limitado en su aplicación. Los flujos de caja en cambio, han sido bastante aceptados por ser la consecuencia de las inversiones de la empresa y por permitir así determinar una rentabilidad económica correcta, es decir, recoger el impacto de la inversión a lo largo del tiempo (Copeland et. al., 1996).

4.2.1. Descuento de flujos de caja

El método del Descuento de Flujos de Caja es ampliamente utilizado para estimar el valor de un negocio. Es un método dinámico que toma en consideración el valor del dinero en el tiempo y, permite considerar explícitamente rendimientos y comportamientos futuros. Las valoraciones por este método son muy sensibles a pequeños cambios en algunas de las hipótesis de partida, proporcionando así al analista metódico una herramienta muy poderosa.

La fórmula básica del método de descuentos de flujos de caja es:

$$VE = \sum_{i=1}^n \left(\frac{FC_i}{(1+r)^i} \right) + \frac{VR}{(1+r)^n} \quad (4.1)$$

Donde:

- VE: Valor de la empresa
- FC: Flujo de caja
- r: Tasa de descuento
- n: Horizonte temporal
- VR: Valor residual

El flujo de caja, descrito previamente, consiste básicamente en la caja disponible para todos los proveedores de fondos de la empresa. Para el cálculo del valor de la empresa deben realizarse predicciones de flujos futuros, por lo que hay que prestar especial atención a que las proyecciones de crecimiento sean realistas, que consideren ventajas competitivas potenciales futuras y que sean coherentes con la inversión

proyectada. Además debe utilizarse una tasa de inflación en concordancia con las expectativas de mercado.

La tasa de descuento es el costo medio ponderado de capital (WACC), que es la media de las diversas fuentes de financiación de la compañía, ponderada según el valor de mercado de cada una de las fuentes de financiación (recursos propios y ajenos). Por lo tanto, su cálculo requiere conocer el costo de la deuda y de los recursos propios.

El horizonte temporal es el período de tiempo seleccionado para las estimaciones. Dado que efectuar estimaciones más allá de los diez años en un contexto cambiante no es prudente, en la práctica se ha asumido este horizonte como período de proyección, aún cuando esto depende mucho de la empresa que se esté valorando.

El valor residual es el valor que se espera tendrá la empresa una vez finalizado el período de proyección. No existe un único método para determinar este valor⁴, pero sí se sabe que éste depende considerablemente de las hipótesis que se hayan utilizado para el cálculo de los flujos en el período provisional.

4.3 Métodos comparativos, externos o de mercado

Los tipos de métodos anteriores tienen como fuente de datos principal, el ámbito interno de la empresa, esto es, los datos utilizados en los diferentes métodos que componen cada uno de los modelos se basan fundamentalmente en la información generada por la empresa internamente, principalmente datos contables. Los métodos comparativos, externos o de mercado, en cambio, tienen como puntos principales de

⁴ Los más utilizados son el modelo de Gordon y el múltiplo residual.

referencia, apreciaciones o juicios externos a la empresa, para lo cual requieren de un mercado organizado de empresas o un sustitutivo del mismo (Bolsa de Valores) que sea lo bastante desarrollado.

4.3.1. Múltiplos de empresas cotizadas y comparables

El método de los Múltiplos de Valoración de Empresas Cotizadas y Comparables se utiliza principalmente para empresas que cotizan en la bolsa, pertenecen a una misma industria y son de características similares. Este método consiste en calcular una cifra que relacione el valor de la compañía con su valor bursátil y con el valor de otras empresas de características similares, por lo que considera implícitamente todos los factores de éxito, permitiendo así análisis rápidos y efectivos.

Este método se diseñó considerando que los mercados son eficientes y que la información del valor de las compañías, cuyas acciones se cotizan en la bolsa, siempre se encuentra disponible. La mayoría de los analistas de mercados y proveedores de servicios financieros lo utilizan frecuentemente ya que permite comparar la eficiencia de distintos negocios y también permite comparar resultados obtenidos a través de otros métodos.

El procedimiento base para aplicar una Valoración por Múltiplos puede ser dividido en tres partes:

a) Identificación y selección de compañías comparables

Una vez que se conoce la compañía que se está valorando, se debe identificar compañías pertenecientes al mismo segmento de mercado y/o que tienen características similares con ella. Luego se analizan sus modelos de negocio y

estructuras financieras, así como sus estrategias y metas futuras, para poder determinar si son razonablemente comparables. Una vez seleccionadas las empresas, en muchos casos será necesario "ajustar" las cifras financieras utilizadas en el cálculo de los múltiplos, así como los de la propia empresa en estudio.

Dentro de los aspectos a considerar en la selección de empresas comparables, los más importantes son los siguientes:

- Industria a la que pertenece y tamaño de la empresa
- Mercado geográfico
- Participación de mercado
- Expectativas de crecimiento
- Márgenes, rentabilidad, inversiones, etc.
- Estructura de la compañía
- Diversificación de productos y/o servicios

Utilizando los criterios arriba mencionados, se realiza la selección de empresas comparables, pero se debe tener presente que al no encontrar compañías comparables dentro de una misma industria, se podrá utilizar compañías pertenecientes a otros sectores, siempre que presenten cifras y expectativas similares, como márgenes, crecimiento, tamaño, etc.

b) Cálculo de múltiplos

En este paso será necesario decidir los múltiplos que proporcionarán una medida más precisa de valor para las compañías en estudio. La selección de múltiplos requiere conocer la compañía en estudio, las compañías comparables y el mercado; pues

podría ocurrir que la naturaleza del negocio a valorar o la disponibilidad de la información, limite el número de opciones respecto de lo que sería un abanico de múltiplos inicialmente óptimo. Una vez seleccionadas las compañías comparables y los múltiplos más adecuados según las características del negocio, podría ser necesario realizar ciertos ajustes que permitan comparar de mejor forma las diferentes empresas, pues cada una de ellas puede poseer políticas contables distintas. Por ejemplo, resultados obtenidos a partir de ingresos o egresos no operaciones, tales como la venta de un activo fijo, una compensación por un despido puntual, o la amortización de activos intangibles, requerirán ajustes y correcciones para que se consigan cifras más comparables entre las empresas, centrándose el análisis en el funcionamiento habitual de cada una de ellas.

c) Valoración

Una vez hecha la selección de las medidas de valor y efectuados los ajustes necesarios para asegurar la consistencia del análisis, se puede calcular el valor de la compañía multiplicando cada múltiplo obtenido, generalmente utilizando la media (ponderada o no) o mediana de los múltiplos de la muestra, por las cifras pertinentes de la compañía.

4.3.2. Múltiplos de transacciones precedentes comparables

La lógica de este método es la misma que la de los múltiplos de valoración, sólo que en este caso los datos utilizados para las comparaciones provienen de operaciones financieras privadas que se han realizado previamente, es decir, de operaciones en las que existe un valor claro de referencia. Por consiguiente, se añade al proceso la

dificultad de encontrar información apropiada y fiable de compañías que tradicionalmente suelen ser bastante opacas. En contraposición a esto, cuando se consigue recopilar información válida suficiente para preparar un grupo de múltiplos, el análisis resultante tiende a ser muy fiable ya que las compañías que están siendo comparadas son más similares en términos de tamaño y características que los casos, donde las comparaciones son establecidas basándose en compañías cotizadas (generalmente mucho más grandes de tamaño y con un funcionamiento diferente). Es más, los precios pagados en las operaciones financieras privadas también reflejan la baja liquidez que presentan los activos financieros emitidos por estos negocios (acciones, participaciones o equivalentes) y las dificultades generales para alcanzar un acuerdo sobre el valor de los mismos.

4.3.3. Múltiplos basados en el valor de los fondos propios

Los múltiplos basados en el valor de los fondos propios pueden referirse tanto al precio de la acción, como a la capitalización total de la empresa en el mercado. Normalmente el cálculo de múltiplos basados en el valor de las acciones permite obtener valores más ajustados y fiables, básicamente porque su cálculo es más objetivo y menos susceptible a errores. Sin embargo, en el caso de empresas jóvenes con alta tasa de crecimiento y un endeudamiento muy bajo o nulo, tanto el valor del negocio como el de los recursos propios son muy parecidos.

Existen diversas técnicas de valoración para este método, al elegir distintos múltiplos.

Entre los más frecuentemente utilizados están:

a) Precio por acción / Beneficios por acción (PER, P/E)

El precio por acción está relacionado con la capacidad de pago de dividendos de la empresa (beneficios). El beneficio por acción (EPS) es la utilidad total obtenida por la empresa, distribuida entre el número total de acciones emitidas. Si se desea lograr una mejor comparación entre empresas diferentes, se recomienda calcularla sin considerar situaciones excepcionales, no obstante el beneficio por acción se calcula teniendo en cuenta todos los instrumentos.

La relación precio / utilidad de las acciones es una técnica ampliamente utilizada, debido fundamentalmente a que, además de su simpleza en el cálculo, las empresas que transan acciones en la Bolsa deben publicar sus estados financieros e información relevante que las afecte. Este indicador implica un cierto riesgo al comparar distintas empresas, pues podrían existir diferencias en la forma de llevar sus contabilidades, lo que a su vez puede llevar a comparaciones imprecisas. Para lograr un mejor análisis, es recomendable revisar los criterios contables utilizados en el cálculo de los beneficios, para luego poder efectuar los ajustes necesarios y eliminar, en la medida de lo posible, el efecto de los distintos elementos excepcionales. Sin embargo y a pesar de este riesgo, el PER tiene la ventaja de considerar las diferencias en las tasas impositivas de cada país así como en la intensidad de capital, lo que permite comparaciones entre sectores.

b) Precio / Cash Earnings (Precio / Ganancia en Efectivo).

Los cash earnings corresponden al beneficio más amortizaciones, tanto de activos fijos tangibles como intangibles, y provisiones contables. Este método no tiene en cuenta la necesidad de inversión de la empresa, pero es menos susceptible que el PER, de ser afectado por diferencias contables.

c) Precio / Valor Libro

El valor libro depende de las políticas contables de cada empresa y por ello puede conducir a resultados erróneos, sin embargo resulta útil en casos en que el valor de los bienes es un factor preponderante en el valor del negocio, pues proporciona una medida intuitiva y relativamente estable del valor de una empresa. Por otra parte, el valor contable resulta útil si se desea valorar negocios con beneficios negativos, no así en casos de empresas que basan su actividad económica en pocos o ningún activo fijo. Este ratio también es muy utilizado en la valoración de negocios con alta rotación de activos.

4.3.4. Múltiplos basados en el valor de la empresa

Este tipo de múltiplos combina el Valor de la Empresa (VE) y están basados en medidas relacionadas con el negocio en su conjunto, vale decir con el exigible de accionistas y acreedores. Los múltiplos basados en el Valor de la Empresa (VE) permiten mayor claridad que los basados en los recursos propios, ya que se ven menos influenciados por diferencias en la estructura del pasivo y/o por otras diferencias contables. Los múltiplos así obtenidos permiten unas mejores comparaciones entre compañías. Entre los más utilizados están:

a) VE / Ventas

El Valor de la Empresa / Ventas es poco susceptible a diferencias contables y permite comparaciones entre países, pues se calcula antes de impuestos. Esta medida es muy utilizada para medir compañías de crecimiento alto, como empresas de Internet por

ejemplo, y no debe ser utilizada para comparar compañías pertenecientes a diferentes sectores donde los márgenes difieren.

b) VE / EBITDA

Los Beneficios antes de Amortizaciones, Intereses e Impuestos (EBITDA), se han transformado en una medida muy utilizada por inversores, pues evita problemas ocasionados por diferencias contables en amortizaciones e impuestos devengados y permite comparaciones entre firmas que presentan pérdidas netas, ya que puede seguir siendo positiva en esos casos. Este indicador también facilita comparaciones entre negocios con diferentes niveles de endeudamiento y aún cuando se acerca más a un Flujo de Caja que otras medidas de beneficios, no refleja los ajustes por inversiones en capital circulante, ni en activo fijo. Este múltiplo se ve afectado por la intensidad de capital, ya que una intensidad alta resulta en un múltiplo bajo.

c) VE / EBIT

Los Beneficios antes de Intereses e Impuestos (EBIT) son más fáciles de comparar que el EBITDA en aquellos casos en los que la intensidad de capital y/o el tratamiento impositivo difieren. Sin embargo, el EBIT se ve afectado por diferencias en las políticas contables utilizadas en el cálculo de las amortizaciones y/o depreciaciones. Por definición, el EBIT es una medida más alejada del cálculo del Flujo de Caja que el EBITDA, lo que hace que este último resulte más atractivo para el análisis de los inversores.

d) VE / NOPLAT

Los Beneficios Normalizados Operativos menos Impuestos Ajustados (NOPLAT) se calculan como un EBIT después de impuestos, es decir, considera las diferencias en

la estructura de los impuestos y tasas impositivas. Si las compañías solamente se financiaran por recursos propios, el NOPLAT se igualaría a los beneficios.

e) VE / OpFCF

Los Flujos de Caja Operativos (OpFCF) se calculan como el EBITDA menos el Capex y menos el incremento del capital circulante de la empresa en etapa de estabilidad. Esta medida es más significativa que el EBITDA, y está menos afectada a diferencias contables que el EBIT. No obstante y aunque no se encuentra directamente disponible en los estados financieros de las empresas, puede llegar a ser considerado equivalente de un EBIT normalizado o a un Flujo de Caja suavizado.

f) VE/Flujo de Caja Libre

Este múltiplo sí se calcula sobre un verdadero Flujo de Caja calculado como NOPLAT (por consiguiente, antes de impuestos) más amortizaciones, menos CAPEX y más / menos los cambios en el fondo de maniobra, pero antes de cualquier Flujo de Caja procedente de financiación. El cálculo del Flujo de Caja real se basa en medidas históricas que pueden ser volátiles, lo que da lugar fácilmente a imprecisiones. El Flujo de Caja puede ser negativo para compañías con un alto nivel de crecimiento tales como muchos negocios de Internet, eliminando así la validez del múltiplo.

g) VE/Capital Empleado

Mayormente utilizado en sectores en los que el valor de los activos fijos tangibles es un punto clave en el valor del negocio pero no proporciona una información consistente acerca de la rentabilidad, ni de la generación de caja.

h) VE/Medida de capacidad

Este múltiplo es empleado en industrias y sectores en los que se utiliza una medida de capacidad para comparar compañías similares: por ejemplo, VE por línea (telecomunicaciones), VE por tonelada (papel).

Estos indicadores son específicos de cada sector, no como una buena parte de los múltiplos financieros que, bien interpretados, pueden aportar mucho significado a una amplia gama de tipos de negocio. Referente a la accesibilidad de este tipo de cifras, éstas se encuentran generalmente disponibles gracias a información utilizada por las compañías cotizadas del mismo sector o a informes de analistas. Este tipo de múltiplos han sido utilizados para compañías carentes de beneficios como complemento de otras técnicas de valoración, o incluso, como la fuente principal para estimar el valor.

5. Tasa de Descuento

La tasa de descuento es uno de los parámetros más importantes para valorar una empresa al utilizar métodos de flujos descontados.

Para el caso de países emergentes hay tres factores que influyen en la tasa de descuento y estos son:

- Nivel de riesgo del país en que se desenvuelve la empresa.
- Riesgo específico del proyecto o inversión que se evalúa.
- Tipo de interacción que hay entre las dos fuentes de riesgo anteriores

Por otra parte, el costo de una tasa de interés para una empresa chilena, particularmente una Pyme, está constituida por los siguientes dos factores principales:

- Costo de financiar inversiones con activos propios
- Costo de financiar inversiones con deuda.

A juicio de los autores el “Costo Promedio Ponderado de las Fuentes de Financiamiento WACC”, cuya sigla proviene del idioma inglés Weighted Average Cost of Capital, es el método que mejor explica los dos puntos anteriores, ya que considera el costo de capital como una media ponderada entre la proporción de recursos propios y la proporción de recursos ajenos.

De acuerdo a lo anterior, la fórmula que define al WACC es la siguiente:

$$WACC = rD * \left[\frac{D}{(D+E)} \right] * (1 - Tc) + rE * \left[\frac{E}{(D+E)} \right] \quad (5.1)$$

Donde,

- rD = Tasa de descuento de la deuda
- rE = tasa de descuento o beta del patrimonio

- D = Nivel de deuda
- E = Nivel de capital propio
- Tc = Tasa de impuestos a la renta

Es importante tener presente que cuando se valora una empresa, siempre E y D son a valor de mercado, independiente de lo que diga la contabilidad.

La tasa de impuestos a la renta Tc, incluye el supuesto que existen “impuestos en cascada”, es decir, una misma renta imponible paga impuestos tantas veces como sea repartida a otros contribuyentes, o dicho de otra forma, hay doble tributación.

Lo anterior, en general no es válido para los contribuyentes de Chile, debido a que la ley establece que no hay doble tributación.

En consecuencia, para Chile el WACC debe ser calculado con Tc igual a cero, por lo que la fórmula de WACC queda de la siguiente manera:

$$WACC = rD * \left[\frac{D}{(D+E)} \right] * (1 - 0) + rE * \left[\frac{E}{(D+E)} \right] \quad (5.2)$$

$$WACC = rD * \left[\frac{D}{(D+E)} \right] + rE * \left[\frac{E}{(D+E)} \right] \quad (5.3)$$

En base a lo anterior, los coeficientes señalados representan lo siguiente:

$\frac{D}{(D+E)}$ = Coeficientes de ponderación de la deuda con terceros respecto del total de la deuda.

$\frac{E}{(D+E)}$ = Coeficientes de ponderación de la deuda propia respecto del total de la deuda.

Por otra parte, para determinar rE, que corresponde al coeficiente Beta del patrimonio en el WACC (Chile), se puede utilizar el modelo de valoración de activos financieros CAPM, cuya sigla proviene de su definición en inglés “Capital Asset Pricing Model”:

$$\text{CAPM} = E(r_i) = r_f + \beta_i * \lambda_m \quad (5.4)$$

Donde:

- r_f = Activo de libre de riesgo local
- $\beta_i = \frac{\text{Cov}(r_i, r_m)}{\sigma_{2m}} =$ Sensibilidad del retorno del activo i en base a sus características individuales y respecto de la variación del retorno de mercado.

Es importante señalar que para la estimación de β_i los autores consideran pertinente utilizar Betas calculados a partir de información de mercados más consolidados, como E.E.U.U., principalmente por los siguientes motivos:

- a) Inexistencia de información de un mercado regulado para las PYMES Chilenas.
- b) Que el cálculo de beta a partir de información contable, no es un buen indicador del riesgo sistemático, ya que la información contable puede verse afectada por criterios que tienen poca relación con el valor económico de una empresa. Además la información contable posee baja frecuencia, no mayor a tres meses, lo cual suele ser insuficiente para recoger de forma adecuada las variaciones en el rendimiento de la empresa, originadas a partir de variaciones en el mercado.

Dicho lo anterior, una alternativa recomendable es utilizar el Beta del sector “Business & Consumer Services” calculado por Damodaran, para empresas norteamericanas (ver Anexo B)

Donde,

λ_m = Prima que exige el mercado por correr el riesgo y que se calcula como sigue:

$$\lambda_m = r_m - r_f \quad (5.5)$$

En que,

rm = Retorno de mercado,

Es recomendable que el CAPM se ajuste para que pueda incorporar información de mercados más consolidados y que expliquen de mejor forma las expectativas mínimas de los inversionistas. Para tal efecto se plantea adicionar a la tasa libre de riesgo local, una tasa libre de riesgo internacional, de una economía desarrollada, y con ello lograr un CAPM mundial de un solo factor:

$$\text{CAPM MUNDIAL} = E(r_i) = (r_{fed} + r_f) + \beta_i * \lambda_m + r_p \quad (5.6)$$

Donde,

- r_{fed} = Activo libre de riesgo de un mercado desarrollado.
- r_p = Clasificación por riesgo país de Chile para deuda en moneda extranjera

Es importante tener presente que el ajuste anterior es posible gracias a la integración de los mercados internacionales, la eliminación de encajes a la entrada de capital y a la disminución de impuestos.

Se considera correcto usar valores spot, porque al ser transados diariamente en el mercado ya contienen todas las expectativas futuras e incluso las proyecciones del IPC.

Por otra parte, los autores consideran pertinente ajustar el CAPM MUNDIAL a la realidad de las Pymes nacionales, pues cuando estas requieren acceder a crédito, las instituciones financieras generalmente exigen el aval del Estado, para lo cual existe un Fondo de Garantía para Pequeñas Empresas “FOGAPE”. El costo de acceder a esta garantía debe ser financiado por la Pyme chilena. De esta forma, el CAPM

MUNDIAL puede ajustarse a la realidad de las Pymes nacionales, resultando la siguiente fórmula:

$$\text{CAPM MUNDIAL (PYME Chile)} = E(ri) = (rfed + rf) + \beta i * \lambda m + rp + fgp \quad (5.7)$$

En que,

- $(rfed + rf)$ = Corresponde al activo libre de riesgo de un mercado desarrollado sumado al activo libre de riesgo local(rf).
- fgp = Costo de que el estado avale a PYMES para tener acceso al capital (FOGAPE).

Finalmente es necesario tener en cuenta que ante la falta de un indicador específico que refleje el rendimiento de las empresas más pequeñas en Chile, una opción razonablemente aceptable que se encuentra disponible en el mercado, es tomar el indicador IGPA SMALL ANUAL, que corresponde a las empresas más pequeñas que transan en la Bolsa de Comercio de Santiago, las que de acuerdo a su condición de tamaño, resultan ser las menos alejadas a las PYMES. De esta forma se obtiene lo siguiente:

$$\lambda m = \text{IGPA SMALL ANUAL (Chile)} - \text{BCU 10} \quad (5.8)$$

De acuerdo a lo anterior y para calcular el WACC (Chile), la fórmula queda como sigue:

$$\text{WACC(Chile)} = rD * \left[\frac{D}{(D+E)} \right] + \{ (rfed + rf) + \beta i * \lambda m + rp + fgp \} * \left[\frac{E}{(D+E)} \right] \quad (5.9)$$

6. Caso práctico

En concordancia con el objetivo de la tesis, esta sección presenta el análisis exhaustivo de una pyme chilena. El análisis busca complementar el trabajo previo con una experiencia real, que permite comprender la realidad de las pymes chilenas y las diferencias que se generan a la hora de valorizarlas, en relación a empresas más grandes con otro tipo de información y tamaño.

El foco de la sección está puesto en lograr cumplir el objetivo general del trabajo, que es aportar criterios y orientaciones para que quienes se interesen, puedan valorizar empresas chilenas de tamaños menores a las grandes empresas. Con este caso práctico, podrán ver paso a paso los análisis que se realizan, la información que se necesita y las conclusiones que se pueden ir obteniendo de los resultados.

El esquema del capítulo sigue la línea de las etapas necesarias para una correcta valoración, las que fueron definidas en una sección anterior.

6.1 Análisis histórico de la empresa

6.1.1. Descripción de la empresa:

La empresa para la cual se determinará su valor comercial corresponde a una PYME chilena, cuyos antecedentes son los siguientes:

- **RAZÓN SOCIAL:** Se mantiene en reserva por solicitud de la empresa. En adelante se la llamará "la Empresa".
- **TIPO DE SOCIEDAD:** De Responsabilidad Limitada
- **SOCIOS:** Dos personas, en proporción igualitaria de 50%

- GIRO: Importaciones

La empresa fue creada en Agosto 2010, cuenta con Oficinas en Chile y en China y se dedica principalmente a realizar importaciones para sus clientes.

6.1.2. Estructura Organizativa:

Su personal lo componen cinco personas en total y su personal está estructurado de la siguiente forma:

- a) Oficina en China, dirigida por uno de sus socios, chileno, Ingeniero Civil Industrial, Máster en Ciencias, que habla tres idiomas, chino, inglés y español, vivió en China entre los años 2009 y 2013, pudo conocer la cultura de ese país, las formas de relacionarse con ellos, establecer la Oficina en Beijing e incorporó una Ejecutiva de Negocios Internaciones, de nacionalidad china, con dominio de idiomas chino e inglés, que conoce el mercado, las zonas productivas, los proveedores y la calidad de sus productos. Todo este conocimiento y experiencia fue compartido con el resto del equipo.
- b) Oficina en Chile, trabajan dos Ingenieros Comerciales y una Secretaria Ejecutiva, todos de nacionalidad chilena. Uno de los Ingenieros Comerciales cuenta con nivel de inglés suficiente para relacionarse con Oficina China, mientras que el otro tiene una amplia experiencia en el área de finanzas, logística, abastecimiento y comercio exterior. Todo este conocimiento y experiencia también fue compartido con el resto del equipo.

6.1.3. Objetivos de la Valoración

La valoración se realiza a solicitud de los propietarios de la empresa, pues uno de sus clientes les ha propuesto incorporarse como socio, para lo cual deben determinar el valor de la empresa y establecer un rango de valores entre los cuales estarían dispuestos a incorporar al nuevo socio. Es importante destacar que este socio potencial tiene varias características que al momento de realizar la evaluación, se considera que deben ser tenidas en cuenta, entre otras:

- Es un cliente estratégico para la empresa, pues sus cifras de compra representan un 33% de la cifra de negocios totales.
- Se estima que la propuesta de sociedad del Cliente posiblemente busca proteger los intereses de su empresa por varias razones:
- Para evitar que los productos que importa su empresa sean comercializados por la empresa a terceros
- Para tener presencia en China a partir de la Oficina de la Empresa
- Para proyectar nuevos negocios e importaciones
- Para controlar que los beneficios de la Empresa sean razonables
- Para diversificar sus inversiones
- Aprovechar sus contactos y potenciar las ventas de la Empresa
- Reinvertir sus recursos disponibles
- Aprovechar el know how de la Empresa

6.1.4. Productos y Servicios

Sus principales productos y/o servicios fueron definidos de la siguiente forma:

- a) Plan Seguro Máximo: Consiste en la venta de productos importados desde China, a un precio final puesto en bodega del cliente, bajo condición de garantía total, de acuerdo a normas y leyes que rigen en Chile. Este plan incluye la búsqueda de proveedores y productos en China, a partir de una serie de información que debe proporcionar el Cliente, entre las que se incluye, definición técnica de los productos, cantidades, precios objetivo y valor a invertir. Complementariamente se incluye todo el proceso de importación, hasta la entrega de los productos sobre camión en bodega del cliente. Cabe señalar que entre las condiciones acordadas, se establece que la empresa es el proveedor del cliente en Chile y se reserva la información de su proveedor en China. Esta condición cobra relevancia para el desarrollo de futuros negocios con otros clientes, no obstante es posible otorgar exclusividad de los productos, si se cumplen ciertas condiciones de cantidad y cifras de negocios anuales.
- b) Plan Gestión: Consiste en realizar el servicio integral de importación, desde origen hasta destino final, a partir de un acuerdo que haya alcanzado el cliente con su proveedor en China. Este servicio permite a los clientes beneficiarse de los convenios que tiene la Empresa con distintas empresas que participan de los servicios logísticos, tales como navieras, compañías de seguros, embarcadores, agentes de aduana y transportistas entre otros. El precio de este servicio corresponde a un porcentaje sobre la suma de costos totales, con un mínimo de USD 500 por importación

c) Otros Servicios: Complementariamente prestan una serie de servicios en China, que han ido surgiendo como respuesta a las necesidades de los clientes, tales como Certificación de Proveedores, Controles de Calidad, Planes de Visitas de Ejecutivos a empresas y Estudios de Mercado, entre otros.

Se puede decir que si bien en un inicio la Empresa partió como un Trader, fue evolucionando hasta desarrollar una forma de negocios que lo diferencia de otras empresas. Buscó formas de solución a los problemas más frecuentes que viven empresas y emprendedores chilenos, asociados principalmente a la importación de productos que al llegar a Chile, los clientes consideran que no responden a las características técnicas que definió al comprarlas, o a riesgos de estafas, que ocurren con cierta frecuencia al negociar productos a través de páginas en internet.

6.1.5. Estados Financieros

Durante los casi cuatro años de existencia, la empresa ha ido aumentando sistemáticamente la cifra de negocios, logrando resultados positivos cada año, con excepción del año 2010, donde solo alcanzó a estar activa poco más de 4 meses.

A continuación se presentan los Balances de la empresa, desde el año 2010, cuando se fundó y hasta el año 2013, como sigue:

Cuadro N° 7
Balance General desde 01 de Enero a 31 de Diciembre 2010

| Código Cta. | Nombre Cuenta | Débitos | Créditos | Deudor | Acreedor | Activo | Pasivo | Pérdida | Ganancia |
|-------------|----------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 1.101.001 | CAJA | \$ 21.310.700 | \$ 18.093.008 | \$ 3.217.692 | | \$ 3.217.692 | | | |
| 1.201.001 | CLIENTES | | | | | | | | |
| 1.205.008 | GARANTÍA ARRIENDOS | | | | | | | | |
| 1.207.001 | ANTICIPOS DE SUELDOS | | | | | | | | |
| 1.207.005 | CTA. CTE. AL PERSONAL | | | | | | | | |
| 1.301.001 | MERCADERÍAS | \$ 8.200.874 | \$ 8.000.190 | \$ 200.684 | | \$ 200.684 | | | |
| 1.401.001 | PÉRDIDAS EJERC. ANTER. | | | | | | | | |
| 1.501.012 | EQU. DE COMPUTACIÓN | | | | | | | | |
| 1.501.015 | VEHÍCULOS | | | | | | | | |
| 1.601.001 | IVA CRÉDITO FISCAL | \$ 1.963.648 | \$ 675.840 | \$ 1.287.808 | | \$ 1.287.808 | | | |
| | 0 REMANENTE IMP. RENTA | | | | | | | | |
| 1.601.005 | CRÉDITO ACTIVO FIJO | | | | | | | | |
| 1.601.010 | PAGOS PROVIS. MENS. | \$ 242.645 | | \$ 242.645 | | \$ 242.645 | | | |
| 1.801.001 | APORTES POR ENTERAR | \$ 5.000.000 | | \$ 5.000.000 | | \$ 5.000.000 | | | |
| 1.901.005 | CT. PART. HERNÁNDEZ BA | | | | | | | | |
| 1.901.006 | CT. PART. HERNÁNDEZ CA | | | | | | | | |
| 2.101.005 | ACREEDORES VARIOS | \$ 12.288.054 | \$ 12.288.054 | | | | | | |
| 2.110.001 | IVA DÉBITO FISCAL | \$ 2.570.700 | \$ 2.570.700 | | | | | | |
| | 0 IMPUESTOS POR PAGAR | | \$ 18.487 | | \$ 18.487 | | \$ 18.487 | | |
| 2.110.010 | IMP. RET. 2A CATEGORÍA | \$ 129.881 | \$ 245.825 | | \$ 115.944 | | \$ 115.944 | | |
| 2.110.015 | IMPUESTO ÚNICO | | | | | | | | |
| 2.110.025 | P.P.M. POR PAGAR | | | | | | | | |
| 2.301.001 | INST. DE PREVIS. SOCIAL | \$ 59.784 | \$ 76.439 | | \$ 16.655 | | \$ 16.655 | | |
| 2.301.002 | AFP POR PAGAR | \$ 120.546 | \$ 154.129 | | \$ 33.583 | | \$ 33.583 | | |
| 2.501.024 | DEP. ACUM. EQU. COMP. | | | | | | | | |
| 3.001.001 | CAPITAL | | \$ 10.000.000 | | \$ 10.000.000 | | \$ 10.000.000 | | |
| 3.001.005 | FDO. UTILID. POR DISTRIB. | | | | | | | | |
| 3.001.050 | REV. CAPITAL PROPIO | | | | | | | | |
| 3.010.001 | UTIL. EJERC. ANTERIORES | | | | | | | | |
| 4.101.001 | COSTO DE VENTAS | \$ 8.000.190 | | \$ 8.000.190 | | | | \$ 8.000.190 | |
| 4.107.004 | ARRIENDOS PAGADOS | \$ 348.161 | | \$ 348.161 | | | | \$ 348.161 | |
| 4.301.001 | REMUNERACIONES | \$ 1.011.500 | | \$ 1.011.500 | | | | \$ 1.011.500 | |
| 4.301.002 | SEGURO CESANTÍA | \$ 27.588 | | \$ 27.588 | | | | \$ 27.588 | |
| 4.301.003 | HONORARIOS | \$ 2.457.851 | | \$ 2.457.851 | | | | \$ 2.457.851 | |
| 4.301.025 | LEYES SOCIALES | \$ 9.134 | | \$ 9.134 | | | | \$ 9.134 | |
| | 0 GASTOS DE CAPACITACIÓN | | | | | | | | |
| | 0 SEGUROS PAGADOS | | | | | | | | |
| 4.305.001 | GASTOS GENERALES | | | | | | | | |
| 4.305.005 | SERV. CONTRATADOS | | | | | | | | |
| 4.305.007 | GTOS. ADMINISTRACIÓN | \$ 664.228 | | \$ 664.228 | | | | \$ 664.228 | |
| 4.305.015 | GTOS. REPRESENTACIÓN | | | | | | | | |
| 4.309.020 | GTOS. IMPORTACIÓN | \$ 1.460.793 | | \$ 1.460.793 | | | | \$ 1.460.793 | |
| | 0 GASTOS FINANCIEROS | | | | | | | | |
| | 0 INTERESES Y MULTAS | | | | | | | | |
| 4.401.001 | IMP. 1A CATEGORÍA | | | | | | | | |
| 4.503.099 | REAL IMP. RENTA | | | | | | | | |
| 4.701.001 | DEPRECIACIÓN | | | | | | | | |
| 5.001.001 | VENTAS | | \$ 13.740.000 | | \$ 13.740.000 | | | | \$ 13.740.000 |
| 5.003.001 | REAL CRÉDITO FISCAL | | \$ 2.471 | | \$ 2.471 | | | | \$ 2.471 |
| | 0 REAL. REM. IMP. RENTA | | | | | | | | |
| 5.004.001 | C. MONETARIA | | \$ 1.134 | | \$ 1.134 | | | | \$ 1.134 |
| | SUMAS | \$ 65.866.277 | \$ 65.866.277 | \$ 23.928.274 | \$ 23.928.274 | \$ 9.948.829 | \$ 10.184.669 | \$ 13.979.445 | \$ 13.743.605 |
| | UTILIDAD / PÉRDIDA DEL EJERCICIO | | | | | \$ 235.840 | | | \$ 235.840 |
| | SUMAS IGUALES | \$ 65.866.277 | \$ 65.866.277 | \$ 23.928.274 | \$ 23.928.274 | \$ 10.184.669 | \$ 10.184.669 | \$ 13.979.445 | \$ 13.979.445 |

Fuente: Elaboración Empresa

El resultado obtenido por la empresa durante el año 2010 refleja una pérdida influida principalmente por los escasos cuatro meses de actividad desde su fundación y que concluyó en una sola importación facturada. Sin embargo, debido a los tiempos que demora el proceso de importación, que normalmente fluctúan entre 70 y 120 días, dependiendo de la complejidad de los productos a importar, es necesario señalar que

durante el mismo año 2010 se definió un nuevo negocio que sería facturado en febrero 2011 y que sentaría las primeras bases para los resultados positivos que se obtendrían el año 2011.

Cuadro N° 8
Balance General desde 01 de Enero a 31 de Diciembre de 2011

| Código Cta. | Nombre Cuenta | Débitos | Créditos | Deudor | Acreedor | Activo | Pasivo | Pérdida | Ganancia |
|-------------|----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| 1.101.001 | CAJA | \$ 163.591.057 | \$ 160.861.154 | \$ 2.729.903 | | \$ 2.729.903 | | | |
| 1.201.001 | CLIENTES | \$ 7.531.337 | | \$ 7.531.337 | | \$ 7.531.337 | | | |
| 1.205.008 | GARANTÍA ARRIENDOS | \$ 96.288 | | \$ 96.288 | | \$ 96.288 | | | |
| 1.207.001 | ANTICIPOS DE SUELDOS | \$ 390.000 | \$ 390.000 | | | | | | |
| 1.207.005 | CTA. CTE. AL PERSONAL | \$ 500.000 | \$ 500.000 | | | | | | |
| 1.301.001 | MERCADERÍAS | \$ 91.751.853 | \$ 91.751.853 | | | | | | |
| 1.401.001 | PÉRDIDAS EJERC. ANTER. | \$ 392.036 | | \$ 392.036 | | \$ 392.036 | | | |
| 1.501.012 | EQU. DE COMPUTACIÓN | \$ 223.756 | | \$ 223.756 | | \$ 223.756 | | | |
| 1.501.015 | VEHÍCULOS | | | | | | | | |
| 1.601.001 | IVA CRÉDITO FISCAL | \$ 20.812.161 | \$ 20.411.156 | \$ 401.005 | | \$ 401.005 | | | |
| 0 | REMANENTE IMP. RENTA | \$ 242.645 | \$ 242.645 | | | | | | |
| 1.601.005 | CRÉDITO ACTIVO FIJO | | | | | | | | |
| 1.601.010 | PAGOS PROVIS. MENS. | \$ 2.386.047 | \$ 242.645 | \$ 2.143.402 | | \$ 2.143.402 | | | |
| 1.801.001 | APORTES POR ENTERAR | \$ 5.000.000 | | \$ 5.000.000 | | \$ 5.000.000 | | | |
| 1.901.005 | CT. PART. HERNÁNDEZ BA | | | | | | | | |
| 1.901.006 | CT. PART. HERNÁNDEZ CA | \$ 10.325.218 | | \$ 10.325.218 | | \$ 10.325.218 | | | |
| 2.101.005 | ACREEDORES VARIOS | \$ 121.015.778 | \$ 125.788.872 | | \$ 4.773.094 | | \$ 4.773.094 | | |
| 2.110.001 | IVA DÉBITO FISCAL | \$ 26.621.350 | \$ 26.621.350 | | | | | | |
| 0 | IMPUESTOS POR PAGAR | | | | | | | | |
| 2.110.010 | IMP. RET. 2A CATEGORÍA | \$ 317.295 | \$ 320.628 | | \$ 3.333 | | \$ 3.333 | | |
| 2.110.015 | IMPUESTO ÚNICO | \$ 19.484 | \$ 19.484 | | | | | | |
| 2.110.025 | P.P.M. POR PAGAR | | \$ 80.029 | | \$ 80.029 | | \$ 80.029 | | |
| 2.301.001 | INST. DE PREVIS. SOCIAL | \$ 604.278 | \$ 638.789 | | \$ 34.511 | | \$ 34.511 | | |
| 2.301.002 | AFP POR PAGAR | \$ 1.257.152 | \$ 1.326.825 | | \$ 69.673 | | \$ 69.673 | | |
| 2.501.024 | DEP. ACUM. EQU. COMP. | | \$ 18.646 | | \$ 18.646 | | \$ 18.646 | | |
| 3.001.001 | CAPITAL | | \$ 10.000.000 | | \$ 10.000.000 | | \$ 10.000.000 | | |
| 3.001.005 | FDO. UTILID. POR DISTRIB. | | | | | | | | |
| 3.001.050 | REV. CAPITAL PROPIO | | \$ 549.811 | | \$ 549.811 | | \$ 549.811 | | |
| 3.010.001 | UTIL. EJERC. ANTERIORES | | | | | | | | |
| 4.101.001 | COSTO DE VENTAS | \$ 91.751.853 | | \$ 91.751.853 | | | | \$ 91.751.853 | |
| 4.107.004 | ARRIENDOS PAGADOS | \$ 2.520.000 | | \$ 2.520.000 | | | | \$ 2.520.000 | |
| 4.301.001 | REMUNERACIONES | \$ 9.589.236 | | \$ 9.589.236 | | | | \$ 9.589.236 | |
| 4.301.002 | SEGURO CESANTÍA | \$ 218.485 | | \$ 218.485 | | | | \$ 218.485 | |
| 4.301.003 | HONORARIOS | \$ 2.046.877 | | \$ 2.046.877 | | | | \$ 2.046.877 | |
| 4.301.025 | LEYES SOCIALES | \$ 152.748 | | \$ 152.748 | | | | \$ 152.748 | |
| 0 | GASTOS DE CAPACITACIÓN | \$ 650.000 | | \$ 650.000 | | | | \$ 650.000 | |
| 0 | SEGUROS PAGADOS | \$ 40.743 | | \$ 40.743 | | | | \$ 40.743 | |
| 4.305.001 | GASTOS GENERALES | \$ 2.719.769 | | \$ 2.719.769 | | | | \$ 2.719.769 | |
| 4.305.005 | SERV. CONTRATADOS | \$ 2.637.995 | | \$ 2.637.995 | | | | \$ 2.637.995 | |
| 4.305.007 | GTOS. ADMINISTRACIÓN | \$ 1.044.804 | | \$ 1.044.804 | | | | \$ 1.044.804 | |
| 4.305.015 | GTOS. REPRESENTACIÓN | \$ 8.594.867 | | \$ 8.594.867 | | | | \$ 8.594.867 | |
| 4.309.020 | GTOS. IMPORTACIÓN | \$ 5.505.785 | | \$ 5.505.785 | | | | \$ 5.505.785 | |
| 0 | GASTOS FINANCIEROS | \$ 160.000 | | \$ 160.000 | | | | \$ 160.000 | |
| 0 | INTERESES Y MULTAS | \$ 2.489 | | \$ 2.489 | | | | \$ 2.489 | |
| 4.401.001 | IMP. TO. 1A CATEGORÍA | | | | | | | | |
| 4.503.099 | REAJ. IMP. RENTA | | | | | | | | |
| 4.701.001 | DEPRECIACIÓN | \$ 18.646 | | \$ 18.646 | | | | \$ 18.646 | |
| 5.001.001 | VENTAS | | \$ 141.248.660 | | \$ 141.248.660 | | | | \$ 141.248.660 |
| 5.003.001 | REAJ. CRÉDITO FISCAL | | \$ 9.561 | | \$ 9,561 | | | | \$ 9,561 |
| 0 | REAJ. REM. IMP. RENTA | | \$ 4.125 | | \$ 4,125 | | | | \$ 4,125 |
| 5.004.001 | C. MONETARIA | \$ 511.245 | \$ 217.044 | \$ 294.201 | | | | \$ 294.201 | |
| | SUMAS | \$ 581.243.277 | \$ 581.243.277 | \$ 156.791.443 | \$ 156.791.443 | \$ 28.842.945 | \$ 15.529.097 | \$ 127.948.498 | \$ 141.262.346 |
| | UTILIDAD / PÉRDIDA DEL EJERCICIO | | | | | | \$ 13.313.848 | \$ 13.313.848 | |
| | SUMAS IGUALES | \$ 581.243.277 | \$ 581.243.277 | \$ 156.791.443 | \$ 156.791.443 | \$ 28.842.945 | \$ 28.842.945 | \$ 141.262.346 | \$ 141.262.346 |

Fuente: Elaboración Empresa

El año 2011 muestra un resultado positivo, que no solo permite revertir la pérdida del año anterior, sino también permite proyectar una base más estable de negocios para los años venideros. La empresa determina reinvertir los recursos generados potenciando su equipo de ventas.

Complementariamente, durante este año se realizaron una serie de estudios de proveedores en China, que permitirán abrir oportunidades de nuevos negocios para los años siguientes.

Cuadro N° 9
Balance General desde 01 de Enero a 31 de Diciembre de 2011

| | DÉBITOS | CRÉDITOS | DEUDOR | ACREEDOR | ACTIVO | PASIVO | PÉRDIDA | GANANCIA |
|-----------|----------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|----------------|----------------|
| 1.101.001 | CAJA | \$ 195.978.025 | \$ 194.608.802 | \$ 1.369.223 | \$ 1.369.223 | | | |
| 1.201.001 | CLIENTES | \$ 18.791.024 | \$ 7.531.337 | \$ 11.259.687 | \$ 11.259.687 | | | |
| 1.205.008 | GARANTÍA ARRIENDOS | \$ 96.288 | | \$ 96.288 | \$ 96.288 | | | |
| 1.207.001 | ANTICIPOS DE SUELDOS | \$ 202.000 | \$ 202.000 | | | | | |
| 1.207.005 | CTA. CTE. AL PERSONAL | \$ 50.000 | \$ 50.000 | | | | | |
| 1.301.001 | MERCADERÍAS | \$ 119.609.083 | \$ 108.232.083 | \$ 11.377.000 | \$ 11.377.000 | | | |
| 1.401.001 | PÉRDIDAS EJERC. ANTER. | \$ 392.036 | \$ 392.036 | | | | | |
| 1.501.012 | EQU. DE COMPUTACIÓN | \$ 228.455 | | \$ 228.455 | \$ 228.455 | | | |
| 1.501.015 | VEHÍCULOS | \$ 3.504.202 | \$ 140.168 | \$ 3.364.034 | \$ 3.364.034 | | | |
| 1.601.001 | IVA CRÉDITO FISCAL | \$ 24.494.457 | \$ 24.494.457 | | | | | |
| | REMANENTE IMP. RENTA | | | | | | | |
| 1.601.005 | CRÉDITO ACTIVO FIJO | \$ 140.168 | | \$ 140.168 | \$ 140.168 | | | |
| 1.601.010 | PAGOS PROVIS. MENS. | \$ 4.887.953 | \$ 2.143.402 | \$ 2.744.551 | \$ 2.744.551 | | | |
| 1.801.001 | APORTES POR ENTERAR | \$ 5.000.000 | \$ 5.000.000 | | | | | |
| 1.901.005 | CT. PART. HERNÁNDEZ BA | \$ 7.550.000 | | \$ 7.550.000 | \$ 7.550.000 | | | |
| 1.901.006 | CT. PART. HERNÁNDEZ CA | \$ 21.825.218 | \$ 10.325.218 | \$ 11.500.000 | \$ 11.500.000 | | | |
| 2.101.005 | ACREEDORES VARIOS | \$ 152.968.382 | \$ 157.756.958 | | \$ 4.788.576 | \$ 4.788.576 | | |
| 2.110.001 | IVA DÉBITO FISCAL | \$ 25.542.206 | \$ 30.651.707 | | \$ 5.109.501 | \$ 5.109.501 | | |
| | IMPUESTOS POR PAGAR | | | | | | | |
| 2.110.010 | IMPTO. RET. 2A CATEGORÍA | \$ 151.338 | \$ 455.253 | | \$ 303.915 | \$ 303.915 | | |
| | IMPUESTO ÚNICO | | | | | | | |
| 2.110.025 | P.P.M. POR PAGAR | \$ 80.029 | \$ 2.241.311 | | \$ 2.161.282 | \$ 2.161.282 | | |
| 2.301.001 | INST. DE PREVIS. SOCIAL | \$ 422.901 | \$ 469.270 | | \$ 46.369 | \$ 46.369 | | |
| 2.301.002 | AFP POR PAGAR | \$ 847.907 | \$ 939.478 | | \$ 91.571 | \$ 91.571 | | |
| 2.501.024 | DEP. ACUM. EQU. COMP. | | \$ 57.114 | | \$ 57.114 | \$ 57.114 | | |
| 3.001.001 | CAPITAL | | \$ 10.000.000 | | \$ 10.000.000 | \$ 10.000.000 | | |
| 3.001.005 | FDO. UTILID. POR DISTRIB. | | \$ 2.596.594 | | \$ 2.596.594 | \$ 2.596.594 | | |
| 3.001.050 | REV. CAPITAL PROPIO | | \$ 925.129 | | \$ 925.129 | \$ 925.129 | | |
| 3.010.001 | UTIL. EJERC. ANTERIORES | \$ 13.313.848 | \$ 13.313.848 | | | | | |
| 4.101.001 | COSTO DE VENTAS | \$ 108.232.083 | | \$ 108.232.083 | | | \$ 108.232.083 | |
| 4.107.004 | ARRIENDOS PAGADOS | \$ 5.674.836 | | \$ 5.674.836 | | | \$ 5.674.836 | |
| 4.301.001 | REMUNERACIONES | \$ 6.052.015 | | \$ 6.052.015 | | | \$ 6.052.015 | |
| 4.301.002 | SEGURO CESANTÍA | \$ 134.767 | | \$ 134.767 | | | \$ 134.767 | |
| 4.301.003 | HONORARIOS | \$ 4.519.231 | | \$ 4.519.231 | | | \$ 4.519.231 | |
| 4.301.025 | LEYES SOCIALES | \$ 128.560 | | \$ 128.560 | | | \$ 128.560 | |
| | GASTOS DE CAPACITACIÓN | | | | | | | |
| | SEGUROS PAGADOS | | | | | | | |
| 4.305.001 | GASTOS GENERALES | \$ 304.756 | | \$ 304.756 | | | \$ 304.756 | |
| 4.305.005 | SERV. CONTRATADOS | \$ 67.647 | | \$ 67.647 | | | \$ 67.647 | |
| 4.305.007 | G.TOS. ADMINISTRACIÓN | \$ 1.754.510 | | \$ 1.754.510 | | | \$ 1.754.510 | |
| 4.305.015 | G.TOS. REPRESENTACIÓN | \$ 201.139 | | \$ 201.139 | | | \$ 201.139 | |
| 4.309.020 | G.TOS. IMPORTACIÓN | \$ 7.858.480 | | \$ 7.858.480 | | | \$ 7.858.480 | |
| | GASTOS FINANCIEROS | | | | | | | |
| | INTERESES Y MULTAS | | | | | | | |
| 4.401.001 | IMPTO. 1A CATEGORÍA | \$ 2.581.305 | | \$ 2.581.305 | | | \$ 2.581.305 | |
| 4.503.099 | REAJ. IMPTO. RENTA | \$ 5.693 | | \$ 5.693 | | | \$ 5.693 | |
| 4.701.001 | DEPRECIACIÓN | \$ 38.076 | | \$ 38.076 | | | \$ 38.076 | |
| 5.001.001 | VENTAS | | \$ 161.324.765 | | \$ 161.324.765 | | | \$ 161.324.765 |
| 5.003.001 | REAJ. CRÉDITO FISCAL | \$ 7.807 | \$ 6.343 | \$ 1.464 | | | \$ 1.464 | |
| | REAJ. REM. IMPTO. RENTA | | | | | | | |
| 5.004.001 | C. MONETARIA | \$ 375.710 | \$ 154.862 | \$ 220.848 | | | \$ 220.848 | |
| | SUMAS | \$ 734.012.135 | \$ 734.012.135 | \$ 187.404.816 | \$ 187.404.816 | \$ 49.629.406 | \$ 26.080.051 | \$ 137.775.410 |
| | UTILIDAD / PÉRDIDA DEL EJERCICIO | | | | | | \$ 23.549.355 | \$ 23.549.355 |
| | SUMAS IGUALES | \$ 734.012.135 | \$ 734.012.135 | \$ 187.404.816 | \$ 187.404.816 | \$ 49.629.406 | \$ 161.324.765 | \$ 161.324.765 |

Fuente: Elaboración Empresa

Durante este año se logra nuevamente un resultado positivo, determinándose reinvertir los recursos generados en importaciones de bicicletas que son comercializadas directamente por la empresa en Chile, a partir de septiembre de ese

año. Sin embargo el equipo de ventas que se había estructurado no generó el rendimiento esperado y se decidió eliminarlo.

Estas decisiones permiten a la empresa mejorar los márgenes de contribución

Cuadro N° 10
Balance General desde 01 de Enero a 31 de Diciembre de 2011

| Código Cta. | Nombre Cuenta | Débitos | Créditos | Deudor | Acreedor | Activo | Pasivo | Pérdida | Ganancia |
|---------------|------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| 1.101.001 | CAJA | \$ 257.591.715 | \$ 253.686.773 | \$ 3.904.942 | | \$ 3.904.942 | | | |
| 1.201.001 | CLIENTES | \$ 11.259.687 | \$ 11.259.687 | | | | | | |
| 1.205.008 | GARANTIA ARRIENDOS | \$ 96.288 | | \$ 96.288 | | \$ 96.288 | | | |
| 1.301.001 | MERCADERIAS | \$ 158.434.401 | \$ 149.056.401 | \$ 9.378.000 | | \$ 9.378.000 | | | |
| 1.501.012 | EQU.DE COMPUTACION | \$ 560.282 | \$ 13.054 | \$ 547.228 | | \$ 547.228 | | | |
| 1.501.015 | VEHICULOS | \$ 3.444.771 | | \$ 3.444.771 | | \$ 3.444.771 | | | |
| 1.601.001 | IVA CREDITO FISCAL | \$ 30.345.482 | \$ 29.940.810 | \$ 404.672 | | \$ 404.672 | | | |
| 1.601.005 | CREDITO ACTIVO FIJO | \$ 153.222 | \$ 140.168 | \$ 13.054 | | \$ 13.054 | | | |
| 1.601.010 | PAGOS PROVIS.MENS. | \$ 8.987.674 | \$ 2.744.551 | \$ 6.243.123 | | \$ 6.243.123 | | | |
| 1.901.005 | CT.PART.HERNANDEZ BALLADARES | \$ 7.550.000 | \$ 7.550.000 | | | | | | |
| 1.901.006 | CT.PART.HERNANDEZ CASTRO | \$ 11.500.000 | \$ 11.500.000 | | | | | | |
| 2.101.005 | ACREEDORES VARIOS | \$ 205.503.816 | \$ 206.203.636 | | \$ 699.820 | | \$ 699.820 | | |
| 2.110.001 | IVA DEBITO FISCAL | \$ 43.280.463 | \$ 43.280.463 | | | | | | |
| 2.110.010 | IMP.TO.RETENC.2a.CAT. | \$ 440.218 | \$ 453.008 | | \$ 12.790 | | \$ 12.790 | | |
| 2.110.015 | IMPUESTO UNICO | \$ 159.470 | \$ 175.160 | | \$ 15.690 | | \$ 15.690 | | |
| 2.110.025 | P.P.M. POR PAGAR | \$ 2.161.282 | \$ 3.312.939 | | \$ 1.151.657 | | \$ 1.151.657 | | |
| 2.301.001 | INST.DE PREVIS.SOCIAL | \$ 1.050.481 | \$ 1.144.392 | | \$ 93.911 | | \$ 93.911 | | |
| 2.301.002 | AFP POR PAGAR | \$ 2.809.803 | \$ 3.147.629 | | \$ 337.826 | | \$ 337.826 | | |
| 2.301.004 | ISAPRES POR PAGAR | \$ 382.075 | \$ 461.345 | | \$ 79.270 | | \$ 79.270 | | |
| 2.501.004 | DEP.ACUM.VEHICULOS | | \$ 492.110 | | \$ 492.110 | | \$ 492.110 | | |
| 2.501.024 | DEP.ACUM.EQ.COMPUTAC. | | \$ 123.582 | | \$ 123.582 | | \$ 123.582 | | |
| 3.001.001 | CAPITAL | | \$ 10.000.000 | | \$ 10.000.000 | | \$ 10.000.000 | | |
| 3.001.005 | FDO.UTILID.POR DISTRIB. | | \$ 7.095.949 | | \$ 7.095.949 | | \$ 7.095.949 | | |
| 3.001.050 | REV.CAPITAL PROPIO | | \$ 925.129 | | \$ 925.129 | | \$ 925.129 | | |
| 3.010.001 | UTIL.EJERC.ANTERIORES | \$ 23.549.355 | \$ 23.549.355 | | | | | | |
| 4.101.001 | COSTO DE VENTAS | \$ 149.056.401 | | \$ 149.056.401 | | | | \$ 149.056.401 | |
| 4.107.004 | ARRIENDOS PAGADOS | \$ 2.520.000 | | \$ 2.520.000 | | | | \$ 2.520.000 | |
| 4.301.001 | REMUNERACIONES | \$ 20.648.331 | | \$ 20.648.331 | | | | \$ 20.648.331 | |
| 4.301.002 | SEGURO CESANTIA | \$ 479.540 | | \$ 479.540 | | | | \$ 479.540 | |
| 4.301.003 | HONORARIOS | \$ 1.490.923 | | \$ 1.490.923 | | | | \$ 1.490.923 | |
| 4.301.025 | LEYES SOCIALES | \$ 433.489 | | \$ 433.489 | | | | \$ 433.489 | |
| 4.305.001 | GASTOS GENERALES | \$ 1.064.377 | | \$ 1.064.377 | | | | \$ 1.064.377 | |
| 4.305.005 | SERV.CONTRATADOS | \$ 2.871.819 | \$ 24.723 | \$ 2.847.096 | | | | \$ 2.847.096 | |
| 4.305.007 | GTOS.ADMINIST. | \$ 2.565.024 | | \$ 2.565.024 | | | | \$ 2.565.024 | |
| 4.305.015 | GTOS.REPRESENTACION | \$ 789.903 | | \$ 789.903 | | | | \$ 789.903 | |
| 4.309.020 | GASTOS IMPORTACION | \$ 16.069.015 | | \$ 16.069.015 | | | | \$ 16.069.015 | |
| 4.401.001 | IMP.TO.1a.CATEGORIA | \$ 5.230.778 | | \$ 5.230.778 | | | | \$ 5.230.778 | |
| 4.503.099 | REAJ.IMP.TO.RTA. | \$ 16.422 | | \$ 16.422 | | | | \$ 16.422 | |
| 4.701.001 | DEPRECIACION | \$ 557.207 | | \$ 557.207 | | | | \$ 557.207 | |
| 5.001.001 | VENTAS | | \$ 206.638.888 | | \$ 206.638.888 | | | | \$ 206.638.888 |
| 5.003.001 | REAJ.CREDITO FISCAL | \$ 26 | | \$ 26 | | | | \$ 26 | |
| 5.004.001 | C.MONETARIA | \$ 1.371 | \$ 135.359 | | \$ 133.988 | | | | \$ 133.988 |
| SUMAS | | \$ 973.055.111 | \$ 973.055.111 | \$ 227.800.610 | \$ 227.800.610 | \$ 24.032.078 | \$ 21.027.734 | \$ 203.768.532 | \$ 206.772.876 |
| UTILIDAD | | | | | | \$ 3.004.344 | \$ 3.004.344 | | |
| SUMAS IGUALES | | \$ 973.055.111 | \$ 973.055.111 | \$ 227.800.610 | \$ 227.800.610 | \$ 24.032.078 | \$ 24.032.078 | \$ 206.772.876 | \$ 206.772.876 |

Fuente: Elaboración Empresa

Como parte del proceso de inversión, cuando los dos socios fundan la empresa, determinan que no cobrarán sueldos hasta que la empresa genere beneficios suficientes. Durante este año la empresa logra un nivel de negocios que permite generar remuneraciones para los Socios, lo que deriva en un aumento de los costos por recursos humanos y una consecuente disminución de la utilidad.

A continuación se presenta un resumen de la evolución de los resultados obtenidos por la empresa, durante sus casi cuatro años de existencia:

Cuadro N° 11
Cifras de Estados de Resultados

| INGRESOS | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---------------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| INGRESOS POR VENTAS | \$ 13.740.000 | \$ 141.248.660 | \$ 161.324.765 | \$ 206.638.888 |
| INGRESOS NO OPERACIONALES | \$ 3.605 | -\$ 280.515 | -\$ 222.312 | \$ 133.962 |
| TOTAL INGRESOS | \$ 13.743.605 | \$ 140.968.145 | \$ 161.102.453 | \$ 206.772.850 |

| EGRESOS | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|---------------------------------------------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| (1) COSTO DE VENTAS | \$ 8.000.190 | \$ 91.751.853 | \$ 108.232.083 | \$ 149.056.401 |
| (2) ARRIENDOS PAGADOS | \$ 348.161 | \$ 2.520.000 | \$ 5.674.836 | \$ 2.520.000 |
| (1) + (2) = TOTAL GASTOS OPERACIONALES | \$ 8.348.351 | \$ 94.271.853 | \$ 113.906.919 | \$ 151.576.401 |
| (3) GASTOS DEL PERSONAL | \$ 3.506.073 | \$ 12.698.089 | \$ 10.834.573 | \$ 23.052.283 |
| (4) GASTOS DE OFICINA | \$ 664.228 | \$ 14.997.435 | \$ 2.328.052 | \$ 7.266.400 |
| (5) GASTOS DE VENTAS | \$ 1.460.793 | \$ 5.668.274 | \$ 7.858.480 | \$ 16.069.015 |
| (3) + (4) + (5) = TOTAL GASTOS DE ADMINISTRACION | \$ 5.631.094 | \$ 33.363.798 | \$ 21.021.105 | \$ 46.387.698 |
| (6) IMPTO.1a.CATEGORIA | \$ 0 | \$ 0 | \$ 2.581.305 | \$ 5.230.778 |
| (7) REAJ.IMPTO.RTA. | \$ 0 | \$ 0 | \$ 5.693 | \$ 16.422 |
| (8) DEPRECIACION | \$ 0 | \$ 18.646 | \$ 38.076 | \$ 557.207 |
| (6) + (7) + (8) = TOTAL OTROS COSTOS | \$ 0 | \$ 18.646 | \$ 2.625.074 | \$ 5.804.407 |
| TOTAL EGRESOS | \$ 13.979.445 | \$ 127.654.297 | \$ 137.553.098 | \$ 203.768.506 |
| RESULTADOS DEL EJERCICIO | -\$ 235.840 | \$ 13.313.848 | \$ 23.549.355 | \$ 3.004.344 |

De acuerdo a conversación con sus propietarios y a partir de las cifras presentadas en el Cuadro N° 11, se considera que la empresa está en crecimiento y con recursos disponibles para inversión en nuevos proyectos.

6.1.6. Cifra de Negocios

La empresa muestra cifras de crecimiento durante los últimos años, tal como se señala en la siguiente tabla correspondiente a información obtenida de los estados financieros de la empresa:

Cuadro N° 12
Total Ingresos Anuales
Cifras en CLP\$

| AÑO | VENTAS | % CRECIMIENTO VENTAS |
|------------|----------------|-----------------------------|
| (*) 2010 | \$ 13.743.605 | - |
| 2011 | \$ 140.968.145 | 925,70% |
| 2012 | \$ 161.102.453 | 14,28% |
| 2013 | \$ 206.772.850 | 28,35% |

Fuente: Estados Financieros de la empresa a valorar

(*) Sólo considera 5 meses de tal año

La tabla correspondiente a las cifras de negocio de la empresa, permiten concluir que ha venido creciendo a razón de 28% promedio anual, sin considerar el año 2010, en que sólo alcanzó a operar cinco meses.

6.1.7. Clientes

Para el análisis de clientes se ha considerado clasificarlos de acuerdo a la magnitud de facturación, quedando como sigue:

Cuadro N° 13
Tipos de Clientes
Cifras en CLP\$

| TIPOS DE CLIENTES | VENTAS | | Nº NEGOCIOS 2010 | Nº NEGOCIOS 2011 | Nº NEGOCIOS 2012 | Nº NEGOCIOS 2013 | TOTAL CLIENTES ATENDIDOS |
|---------------------------------|---------------|---------------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|--------------------------------|
| | DESDE | HASTA | | | | | |
| TIPO I | \$ 1 | \$ 5.000.000 | 1 | 4 | 5 | 17 | 19 |
| TIPO II | \$ 5.000.001 | \$ 15.000.000 | 1 | 1 | 3 | 3 | 6 |
| TIPO III | \$ 15.000.001 | \$ 30.000.000 | 0 | 1 | 2 | 0 | 3 |
| TIPO IV | \$ 30.000.001 | MÁS | 0 | 1 | 1 | 3 | 5 |
| TOTAL CLIENTES ATENDIDOS | | | 2 | 7 | 11 | 23 | 33 |

Fuente: Elaboración Empresa

Las cifras facturadas por tipo de cliente fueron las siguientes:

Cuadro N° 14
Facturación Total Empresa
Cifras en CLP\$

| TOTALES FACTURADOS | FACTURACIÓN | | TOTAL FACTURADO 2010 | TOTAL FACTURADO 2011 | TOTAL FACTURADO 2012 | TOTAL FACTURADO 2013 | TOTAL FACTURACIÓN ACUMULADA |
|--------------------------------|---------------|---------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|----------------------------|-----------------------------------|
| | DESDE | HASTA | | | | | |
| TIPO I | | \$ 5.000.000 | \$ 210.000 | \$ 8.565.313 | \$ 5.623.144 | \$ 23.578.340 | \$ 37.976.797 |
| TIPO II | \$ 5.000.001 | \$ 15.000.000 | \$ 13.530.000 | \$ 5.335.280 | \$ 27.712.797 | \$ 29.806.782 | \$ 76.384.859 |
| TIPO III | \$ 15.000.001 | \$ 30.000.000 | \$ 0 | \$ 29.494.464 | \$ 39.209.955 | \$ 0 | \$ 68.704.419 |
| TIPO IV | \$ 30.000.001 | MÁS | \$ 0 | \$ 97.853.605 | \$ 88.818.109 | \$ 153.258.800 | \$ 339.930.514 |
| TOTAL CIFRA DE NEGOCIOS | | | \$ 13.740.000 | \$ 141.248.662 | \$ 161.364.005 | \$ 206.643.922 | \$ 522.996.589 |

Fuente: Elaboración Empresa

De acuerdo a lo anterior, se puede determinar el valor promedio que se ha facturado por tipo de clientes, quedando como sigue:

Cuadro N° 15
Facturación Promedio por tipo de cliente
Cifras en CLP\$

| VALORES PROMEDIO FACTURADOS POR TIPO DE CLIENTES | FACTURACIÓN | | TOTAL FACTURADO 2010 | TOTAL FACTURADO 2011 | TOTAL FACTURADO 2012 | TOTAL FACTURADO 2013 | TOTAL PROMEDIO FACTURACIÓN ACUMULADA |
|----------------------------------------------------|---------------|---------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|--------------------------------------|
| | DESDE | HASTA | | | | | |
| TIPO I | | \$ 5.000.000 | \$ 210.000 | \$ 2.141.328 | \$ 1.124.629 | \$ 1.386.961 | \$ 1.998.779 |
| TIPO II | \$ 5.000.001 | \$ 15.000.000 | \$ 13.530.000 | \$ 5.335.280 | \$ 9.237.599 | \$ 1.138.013 | \$ 12.730.810 |
| TIPO III | \$ 15.000.001 | \$ 30.000.000 | \$ 0 | \$ 29.494.464 | \$ 19.604.978 | \$ 0 | \$ 22.901.473 |
| TIPO IV | \$ 30.000.001 | MÁS | \$ 0 | \$ 97.853.605 | \$ 88.818.109 | \$ 51.086.267 | \$ 67.986.103 |
| TOTAL CIFRA DE NEGOCIOS / TOTAL CLIENTES ATENDIDOS | | | \$ 6.870.000 | \$ 20.178.380 | \$ 14.669.455 | \$ 8.984.518 | \$ 15.848.381 |

Fuente: Elaboración Empresa

6.1.8. Competencia

En el mercado nacional es posible encontrar empresas competidoras, las cuales siendo similares en el concepto de realizar negocios con China, son distintas en la forma de abordarlos. Debido a esto, y por el gran mercado potencial, no se consideran relevantes para el análisis.

6.1.9. Análisis FODA

a) Fortalezas:

- Personal: Profesionales que generan sinergia a partir de sus capacidades, experiencias y disposición para compartir sus conocimientos técnicos y administrativos, tanto del mercado chileno como chino.
- Conocimiento del Mercado Chino: La experiencia del Socio que vivió en China, su capacidad de transmitir su conocimiento y experiencia, sumado al aporte que hace la Ejecutiva de Negocios Internacionales, permite al equipo

lograr diferenciarse de la competencia y realizar de mejor forma negocios con empresas de ese país.

- Oportunidades Seguras de Negocios con China: Este concepto define la principal identidad de la empresa, sustentada en una metodología de trabajo que le distingue y que permite asegurar cumplimiento a sus clientes, tanto en la calidad de sus productos, como en la competitividad de precios y en los plazos de entrega. Todo esto sustentado en relaciones estables con sus proveedores y mecanismos de control sobre los productos que se embarcarán.

b) Debilidades:

- Recursos Financieros: La empresa cuenta con limitados recursos para sus operaciones, lo que ha hecho necesario concentrarse casi exclusivamente en hacer importaciones financiadas por sus clientes, perdiéndose oportunidades de negocios con productos en stock.
- Limitada capacidad de acceso a crédito: Este aspecto cobra especial relevancia cuando se trata de concretar negocios que involucran mayor cantidad de recursos económicos, pues hay clientes potenciales que prefieren pagar sus importaciones cuando las reciben, evitando el pago de anticipos, situación que en algunos casos ha significado no hacer un negocio.
- Trayectoria Breve: Se considera que poco menos de cuatro años de operaciones es un tiempo breve, aspecto que sin embargo cada día es menos trascendente. Inicialmente los clientes en Chile tienen desconocimiento sobre la trayectoria de la empresa y consideran que es riesgoso contratar sus

servicios, especialmente por la forma de pago, que considera anticipos. De esta forma se pierden oportunidades de negocios.

- Cientes: Se observa cierta concentración de negocios con pocos clientes, situación que reviste cierto riesgo de dependencia.

c) Oportunidades:

- Crecimiento Importaciones desde China: Las importaciones desde China han aumentado más de 14 veces entre el año 2000 y 2013, pasando desde 5,7% a 19,27% del total importado por Chile. Esta tendencia ha sido constante durante el presente siglo y se considera razonable pensar que debería mantenerse por mucho tiempo más.
- Pymes y Emprendedores: El crecimiento que durante los últimos años se ha observado en la cantidad de Pymes y emprendedores que tienen interés por importar desde China, segmento que representa el mercado objetivo de la empresa, y contar con la infraestructura necesaria para atender nuevos negocios y el conocimiento del mercado chino, representa una oportunidad para realizar nuevos negocios.

d) Amenazas:

- Tipo de Cambio: A partir de mayo 2013 el dólar muestra una tendencia al alza, acumulando un 17,56% en 10 meses y alcanzando su valor más alto en marzo 2014. Esta situación, que en general resulta inconveniente para los importadores, debido al aumento de los costos de productos importados, podría poner en riesgo la realización de nuevos negocios.

- Cambios en la Legislación Tributaria: En abril 2014 se envía al Parlamento un proyecto de ley que modifica la actual legislación tributaria. La razón de fondo es la obtención de mayor recaudación para el Estado, lo que podría afectar los resultados futuros de la empresa. Esta situación se transforma en una amenaza, pues su impacto dependerá en buena medida de la forma como se aborde la nueva ley.
- Competencia: El auge de las importaciones desde China es una oportunidad para que se incorporen nuevos competidores

6.2 Análisis del Entorno

6.2.1. PIB de Chile:

Chile muestra cifras de crecimiento durante los últimos años, tal como se observa en la siguiente tabla correspondiente al PIB:

Cuadro N° 16
PIB a precios corrientes
Cifras en MM USD

| AÑO | TRIMESTRES | | | | TOTAL AÑO | % CRECIMIENTO |
|------|------------|------------|------------|------------|-------------|---------------|
| | I | II | III | IV | | |
| 2010 | 25.526.472 | 26.774.442 | 27.995.497 | 30.711.475 | 111.007.886 | - |
| 2011 | 29.874.122 | 29.679.652 | 29.377.675 | 32.471.373 | 121.402.822 | 9,36% |
| 2012 | 31.552.588 | 31.868.313 | 31.522.430 | 34.657.460 | 129.600.791 | 6,75% |
| 2013 | 33.555.593 | 33.496.161 | 33.739.408 | 36.420.901 | 137.212.063 | 5,87% |

Fuente: Banco Central de Chile

A partir del cuadro anterior, se puede concluir que Chile ha venido creciendo en promedio, a razón de poco más de 5% durante los últimos tres años.

6.2.2. Tipo de Cambio:

Desde el año 2010 y hasta marzo 2014, el valor promedio mensual del dólar observado ha fluctuado entre un mínimo de \$ 462,94 en julio 2011 y un máximo de \$ 563,84 en marzo 2014, de acuerdo a la siguiente tabla:

Cuadro N° 17
Valor Promedio Mensual Dólar Observado
Cifra en CLP\$

| VALOR PROMEDIO MENSUAL DÓLAR OBSERVADO | | | | | |
|-----------------------------------------------|-----------|------------------|-----------|-----------|------------------|
| MES / AÑO | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| ENERO | \$ 500,66 | \$ 489,44 | \$ 501,34 | \$ 472,67 | \$ 537,03 |
| FEBRERO | \$ 532,56 | \$ 475,69 | \$ 481,49 | \$ 472,34 | \$ 554,41 |
| MARZO | \$ 523,16 | \$ 479,65 | \$ 485,40 | \$ 472,48 | \$ 563,84 |
| ABRIL | \$ 520,62 | \$ 471,32 | \$ 486,00 | \$ 472,14 | |
| MAYO | \$ 533,21 | \$ 467,73 | \$ 497,09 | \$ 479,58 | |
| JUNIO | \$ 536,67 | \$ 469,41 | \$ 505,63 | \$ 502,89 | |
| JULIO | \$ 531,72 | \$ 462,94 | \$ 491,93 | \$ 504,96 | |
| AGOSTO | \$ 509,32 | \$ 466,79 | \$ 480,99 | \$ 512,59 | |
| SEPTIEMBRE | \$ 493,93 | \$ 483,69 | \$ 474,97 | \$ 504,57 | |
| OCTUBRE | \$ 484,04 | \$ 511,74 | \$ 475,36 | \$ 500,81 | |
| NOVIEMBRE | \$ 482,32 | \$ 508,44 | \$ 480,57 | \$ 519,25 | |
| DICIEMBRE | \$ 474,78 | \$ 517,17 | \$ 477,13 | \$ 529,45 | |

Fuente: Banco Central de Chile

Si bien su evolución ha sido de cierta estabilidad, a partir de junio 2013 el dólar muestra una tendencia al alza, alcanzando su valor más alto en marzo 2014, situación que en general resulta inconveniente para los importadores, debido principalmente al aumento de los costos de productos importados, situación que de continuar con dicha tendencia, podría poner en riesgo la realización de nuevos negocios.

6.2.3. Importaciones desde China:

La evolución de las cifras importadas desde China, viene mostrando un importante aumento año tras año, no solo como cifra importada propiamente tal, sino también

como porcentaje de participación sobre las importaciones totales del país, según se puede observar en información que proporciona el Servicio Nacional de Aduanas de Chile y que se observan en el siguiente cuadro:

Cuadro N° 18
Importaciones Chilenas
Cifras en MM USD\$

| AÑO | TOTALES | DESDE CHINA | CHINA / TOTALES | CRECIM. IMPORT. DESDE CHINA |
|------|--------------|--------------|-----------------|-----------------------------|
| 2000 | 16.589,3 USD | 945,7 USD | 5,70% | - |
| 2001 | 16.150,3 USD | 1.013,3 USD | 6,27% | 7,16% |
| 2002 | 15.471,7 USD | 1.101,5 USD | 7,12% | 8,70% |
| 2003 | 17.364,1 USD | 1.289,4 USD | 7,43% | 17,06% |
| 2004 | 22.367,5 USD | 1.846,8 USD | 8,26% | 43,23% |
| 2005 | 29.830,0 USD | 2.540,4 USD | 8,52% | 37,56% |
| 2006 | 34.799,0 USD | 3.488,4 USD | 10,02% | 37,32% |
| 2007 | 42.845,0 USD | 4.884,6 USD | 11,40% | 40,02% |
| 2008 | 56.709,0 USD | 6.804,3 USD | 12,00% | 39,30% |
| 2009 | 38.826,1 USD | 5.134,0 USD | 13,22% | -24,55% |
| 2010 | 52.872,3 USD | 8.292,5 USD | 15,68% | 61,52% |
| 2011 | 66.415,0 USD | 10.710,9 USD | 16,13% | 29,16% |
| 2012 | 70.996,0 USD | 12.497,2 USD | 17,60% | 16,68% |
| 2013 | 71.926,1 USD | 13.860,5 USD | 19,27% | 10,91% |

Fuente: Servicio Nacional de Aduanas de Chile

A partir del cuadro anterior, se puede concluir que la cifra de importaciones desde China creció sobre 14 veces entre el año 2000 y 2013, lo que significa que las importaciones aumentaron en promedio a razón de 11% anual.

6.2.4. Cambios en la Legislación Tributaria:

En abril 2014 se envía al Parlamento un proyecto de ley que modifica la actual legislación tributaria. La razón de fondo es la obtención de mayor recaudación para el

Estado, lo que podría afectar los resultados futuros de la empresa. Su impacto sobre la empresa dependerá en buena medida de la forma como se aborde la nueva ley.

6.2.5. China

Desde su apertura económica el año 1978, China ha crecido consistentemente, llegando a convertirse en la segunda potencia mundial y en la principal fuente de abastecimiento para Chile. Sus políticas le han dado solidez y consistencia a su economía y se considera que tiene las potencialidades para seguir creciendo e incluso, en unos años más, llegar a convertirse en la primera potencia mundial. Este escenario resulta favorable para la empresa, en relación con los negocios que pueda desarrollar en el futuro.

6.2.6. Conclusiones Generales de la Empresa:

El estudio de antecedentes de la empresa permite concluir con razonable certeza, que se desempeña en un escenario con condiciones propicias para crecer y desarrollarse.

Entre las que se pueden destacar se encuentran las siguientes:

- Cartera de Clientes satisfechos
- Valioso *know how*
- Se encuentra sana financieramente
- Tiene ciertas disponibilidades para nuevos proyectos de inversión
- Favorable contexto económico y político, tanto en Chile como en China
- Cuenta con recursos humanos valiosos, metodología de trabajo, sistemas administrativos y operacionales adecuados a sus necesidades

- Cuenta con fluidos canales de comunicación
- No tiene juicios en desarrollo ni situaciones laborales pendientes

Complementario al proceso de valoración que razonablemente surge de la proyección de sus cifras históricas, se considera conveniente realizar análisis de sensibilidad en sus aspectos más críticos y que se resumen a continuación:

- **Clientes:** Se considera conveniente hacer supuestos de resultados que se obtendrían ante la falta de alguno de los clientes más relevantes y que concentran buena parte de la facturación.
- **Recursos Humanos:** Se considera conveniente hacer supuestos de reemplazo de alguna de las personas que trabajan en la empresa y que son relevantes para el desarrollo de sus negocios.
- **Aumento Costo Venta:** Se estima conveniente hacer supuestos de alza importante en el costo de venta, influido por algún parámetro como el tipo de cambio por ejemplo.
- **Disminución Costo Venta:** Se estima conveniente hacer supuestos de disminución importante en el costo de venta, influido por algún parámetro como el tipo de cambio por ejemplo.
- **Aumento en la Tasa de Impuestos:** De acuerdo a proyecto de ley enviado al parlamento, se considera necesario evaluar el impacto que podría generar un aumento de 20% a 25% en la tasa de impuestos a las utilidades de las empresas.

- **Aumento en la Tasa de Descuento:** Ante la posibilidad que la tasa cambie por circunstancias de la empresa o del entorno, se considera también hacer un análisis de sensibilidad de este factor.

6.3 Selección de Método de valoración y tasa de descuento

En esta selección se elegirá el método y la tasa de descuento, ambos descritos en capítulos previos.

6.3.1. Selección de método

Para seleccionar el método de valoración a utilizar, los autores han considerado necesario establecer como premisa, que el valor de una empresa depende de diversos factores, entre los cuales se puede señalar:

- Capacidad de generación de flujos en el futuro
- Magnitud de los flujos
- Riesgo asociado al desempeño de su actividad
- Riesgo asociado al desempeño económico del país y mundial
- Beneficios asociados al desempeño de su actividad

En base a una amplia revisión bibliográfica y considerando los distintos modelos de valoración presentados en el Capítulo anterior, los autores consideran que el método que refleja de mejor forma todos los aspectos señalados, corresponde al de **“Descuento de Flujos Esperados”**, ya que este no solo incorpora estos parámetros, sino que además permite ver su desarrollo considerando otros factores como horizonte temporal y expectativas de negocios.

6.3.2. Tasa de descuento de flujos para una PYME Chilena

De acuerdo al Capítulo 5, para el cálculo de la tasa de descuento de flujos se utilizará la fórmula (5.9):

$$WACC(\text{Chile}) = rD * \left[\frac{D}{(D+E)} \right] + \{ (rfed + rf) + \beta i * \lambda m + rp + fgp \} * \left[\frac{E}{(D+E)} \right] \quad (6.1)$$

a) rD = Se toma la tasa spot para la deuda comercial a Febrero 2014, que de acuerdo a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF) equivale a 8,53% (ver anexo D)⁵.

$$b) \left[\frac{D}{(D+E)} \right] = \left[\frac{58140964}{(58140964 + 48021078)} \right] = \text{Equivale a } 54,80\% \text{ en el año cero.}$$

$$c) \left[\frac{E}{(D+E)} \right] = \left[\frac{48021078}{(58140964 + 48021078)} \right] = \text{Equivale a } 45,2\% \text{ en el año cero.}$$

d) $(rfed + rf)$ = Para $rfed$ se toma el valor spot de la tasa bono soberano de E.E.U.U. a 10 años (2,795% en Abril 2014), ya que considera un mayor horizonte temporal y se sustenta en una información de mejor calidad estadística.

Para rf se toma el valor de la tasa del Bono en UF del Banco Central de Chile, denominado BCU, que a Abril 2014 es de 1,91%⁶.

De esta forma:

$$(rfed + rf) = 2,795\% + 1,91\% = 4,705\% \quad (6.2)$$

e) βi = Se toma el valor 0,9, que corresponde al Beta del sector “Business & Consumer Services”, calculada por Damodaran a Enero 2014⁷.

⁵ <http://www.sbif.cl/sbifweb/servlet/InfoFinanciera?indice=C.D.A&idContenido=13598>

⁶ Ver link: <http://www.larrainvial.mdgms.com/>

⁷ Ver <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

f) $\lambda m = rm - rf =$ Para rm se considera el factor 2,17% que corresponde al indicador IGPA SMALL ANUAL a marzo 2014. Por otra parte y como ya se señaló, para rf se toma 1,91%.

De esta forma:

$$\lambda m = rm - rf = 2,17\% - 1,91\% = 0,26\% \quad (6.3)$$

g) $rp =$ Se toma el valor que corresponde a la clasificación por riesgo país de Chile para deuda en moneda extranjera, que en instrumentos a 10 años es (AA-), lo que a Abril 2014, equivale a 1,32%

Ver Anexo X1 o link: <http://datos.bancomundial.org/indicador/FR.INR.RISK>

h) $f_{gp} =$ Se toma el valor de 2%, que corresponde al costo que debe pagar la Pyme para que el estado la avale.

En consecuencia:

$$WACC = rD * \left[\frac{D}{(D+E)} \right] + \{ (rfed + rf) + \beta i * \lambda m + rp + f_{gp} \} * \left[\frac{E}{(D+E)} \right] \quad (6.4)$$

$$WACC = 8,53\% * 54,80\% + \{ (2,795\% + 1,91\%) + 0,9 * 0,26\% + 1,32\% + 2\% \} * 45,20\%$$

$$WACC = 4,67\% + (4,705\% + 0,234\% + 3,32\%) * 45,2\%$$

$$WACC = 4,67\% + (8,259\% * 45,2\%)$$

$$WACC = 4,67\% + 3,73\%$$

$$WACC = 8,40\%$$

De acuerdo a lo anterior, el costo promedio que pondera las fuentes de financiamiento y que se utilizará para valorar la empresa será de 8,40%.

6.4 Proyecciones de la Empresa

En esta sección se presentan las proyecciones de la empresa, las que en gran medida determinarán los resultados de la valoración que se le atribuye a la empresa. Los datos acá presentados son los que justifican las estimaciones y análisis desarrollados posteriormente.

La información fue obtenida de la Empresa, y validada por los autores de modo de tener estimaciones que reflejen la realidad y que sean coherentes con el análisis histórico realizado.

Debe recordar el lector, que además de valorar esta empresa en particular, con este caso aplicado, los autores buscan entregar guías y orientaciones para valorar otras pymes o microempresas, siguiendo la metodología y los consejos que acá se muestran. Como se trata de una Pyme, en que los clientes son pocos, la mejor estimación de demanda que se puede hacer es en base a una segmentación de clientes y luego la proyección que se espera de cada segmento. Para una Pyme los enfoques de estimación de demanda "top-down" generalmente son poco certeros, pues al partir de estimaciones de mercado potencial, lo que la pyme puede rescatar es generalmente una cifra baja y se generan grandes márgenes de error. Así, el enfoque que consideramos adecuado es uno "down-top", en que se parte de la unidad "cliente" y luego se proyecta para cada uno de los grupos, sin tener en cuenta factores como el mercado potencial que para esta pyme no tendrían sentido.

Los clientes para la Empresa, pueden ser clasificados en 4 grupos, de acuerdo a la cantidad de negocios que generan, o del potencial que tienen en caso de tratarse de clientes nuevos.

- a) Cliente Tipo 1: Negocios por menos de \$5.000.000
- b) Cliente Tipo 2: Negocios por entre \$5.000.001 y 15.000.000
- c) Cliente Tipo 3: Negocios por entre \$15.000.001 y 30.000.000
- d) Cliente Tipo 4: Negocios por más de \$30.000.000

Las proyecciones del número de clientes de cada segmento son como sigue:

Cuadro N° 19
Proyecciones de Clientes por Segmento

| Cantidad de Clientes | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|----------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Cantidad Clientes Tipo I | 15 | 17 | 19 | 21 | 23 | 24 | 25 | 26 | 27 | 28 |
| Cantidad Clientes Tipo II | 4 | 4 | 4 | 4 | 5 | 5 | 5 | 5 | 6 | 6 |
| Cantidad Clientes Tipo III | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 | 3 | 3 |
| Cantidad Clientes Tipo IV | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 3 | 4 | 4 | 4 | 4 |

Fuente: Elaboración Empresa

Las ventas que cada tipo de cliente genera en promedio son estimadas en base al análisis histórico y a un crecimiento de acuerdo a la tasa de IPC proyectada. El IPC se proyecta en un 3% anual, por los siguientes 10 años de la evaluación. Así, las ventas promedio por tipo de cliente serán:

Cuadro N° 20
Ventas Anuales Promedio por Segmento de Cliente
Cifras en Pesos Chilenos

| Venta Anual Prom | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Tipo I | 2,058,742 | 2,120,504 | 2,184,119 | 2,249,643 | 2,317,132 | 2,386,646 | 2,458,246 | 2,531,993 | 2,607,953 | 2,686,191 |
| Tipo II | 13,112,734 | 13,506,116 | 13,911,300 | 14,328,638 | 14,758,498 | 15,201,253 | 15,657,290 | 16,127,009 | 16,610,819 | 17,109,144 |
| Tipo III | 23,588,517 | 24,296,173 | 25,025,058 | 25,775,809 | 26,549,084 | 27,345,556 | 28,165,923 | 29,010,901 | 29,881,228 | 30,777,664 |
| Tipo IV | 70,025,685 | 72,126,456 | 74,290,249 | 76,518,957 | 78,814,525 | 81,178,961 | 83,614,330 | 86,122,760 | 88,706,443 | 91,367,636 |

Fuente: Elaboración Empresa

Por otro lado, se fijan los siguientes parámetros:

Cuadro N° 21
Parámetros para estimación de flujos

| | |
|--------------------------------------------------|-------|
| Costo de venta esperado | 72.0% |
| Crecimiento Perpetuo (después del año 10) | 1.0% |
| Impuesto a la renta durante la vida del proyecto | 20.0% |
| Tasa de Descuento WACC (Chile) | 8.4% |

Fuente: Elaboración Propia

Con todos estos indicadores, y conociendo la estructura de costos de la empresa, es posible calcular los flujos que son presentados en la siguiente sección.

6.5 Flujos y Resultados

A continuación se presentan los flujos de la Empresa, en Millones de Pesos Chilenos (MM CLP\$). Estos flujos fueron calculados en base a las proyecciones mencionadas anteriormente.

Cuadro N° 22
Flujos de la Empresa a 10 años

| OP | Cuenta | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|-------|-------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (+) | Ventas Clientes Tipo I | 30.88 | 36.05 | 41.50 | 47.24 | 53.29 | 57.28 | 61.46 | 65.83 | 70.41 | 75.21 |
| (+) | Ventas Clientes Tipo II | 52.45 | 54.02 | 55.65 | 57.31 | 73.79 | 76.01 | 78.29 | 80.64 | 99.66 | 102.65 |
| (+) | Ventas Clientes Tipo III | 23.59 | 24.30 | 25.03 | 25.78 | 53.10 | 54.69 | 56.33 | 58.02 | 89.64 | 92.33 |
| (+) | Ventas Clientes Tipo IV | 210.08 | 216.38 | 222.87 | 229.56 | 236.44 | 243.54 | 334.46 | 344.49 | 354.83 | 365.47 |
| (=) | Ingresos por Ventas | 317.00 | 330.75 | 345.04 | 359.89 | 416.63 | 431.51 | 530.53 | 548.98 | 614.55 | 635.67 |
| (-) | Costo de Ventas | 228.24 | 238.14 | 248.43 | 259.12 | 299.97 | 310.69 | 381.98 | 395.27 | 442.48 | 457.68 |
| (=) | Utilidad Bruta | 88.76 | 92.61 | 96.61 | 100.77 | 116.66 | 120.82 | 148.55 | 153.71 | 172.07 | 177.99 |
| (-) | Gastos de Adm. y Ventas (Operacionales) | 32.97 | 35.72 | 37.26 | 38.87 | 45.00 | 46.60 | 57.30 | 59.29 | 66.37 | 68.65 |
| (-) | Remuneraciones | 25.41 | 26.17 | 26.96 | 27.76 | 28.60 | 29.45 | 30.34 | 31.25 | 32.19 | 33.15 |
| (-) | Arrendos | 2.76 | 2.84 | 2.93 | 3.02 | 3.11 | 3.20 | 3.30 | 3.39 | 3.50 | 3.60 |
| (-) | Publicidad | 0.50 | 0.52 | 0.53 | 0.55 | 0.56 | 0.58 | 0.60 | 0.61 | 0.63 | 0.65 |
| (-) | Depreciación y Amortizaciones | 0.56 | 0.56 | 0.56 | 0.56 | 0.56 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| (-) | Gastos Generales | 1.62 | 1.67 | 1.72 | 1.77 | 1.82 | 1.87 | 1.93 | 1.99 | 2.05 | 2.11 |
| (=) | Utilidad de la Operación | 24.95 | 25.14 | 26.66 | 28.25 | 37.02 | 39.11 | 55.09 | 57.18 | 67.34 | 69.82 |
| (+/-) | Ingresos (Gastos) No Operacionales | 4.99 | 4.94 | 4.90 | 4.85 | 4.67 | 4.62 | 4.30 | 4.24 | 4.03 | 3.97 |
| (-) | Gastos por Intereses | 4.50 | 4.32 | 4.12 | 3.92 | 3.70 | 3.47 | 3.23 | 2.97 | 2.70 | 2.42 |
| (+/-) | Corrección Monetaria | 0.21 | 0.21 | 0.22 | 0.23 | 0.27 | 0.28 | 0.34 | 0.36 | 0.40 | 0.41 |
| (=) | Utilidad Antes de Impuesto a la Renta | 15.67 | 16.09 | 17.87 | 19.72 | 28.92 | 31.30 | 47.90 | 50.32 | 61.00 | 63.85 |
| (-) | Impuesto a la Renta (20%) | 3.13 | 3.22 | 3.57 | 3.94 | 5.78 | 6.26 | 9.58 | 10.06 | 12.20 | 12.77 |
| (+) | Amortizaciones | 3.27 | 3.45 | 3.65 | 3.85 | 4.07 | 4.30 | 4.54 | 4.80 | 5.07 | 5.35 |
| (=) | Flujo de Caja Bruto | 15.80 | 16.33 | 17.94 | 19.63 | 27.21 | 29.34 | 42.87 | 45.05 | 53.87 | 56.43 |
| (-) | Inversión en Activo Fijo (Préstamo) | 55.76 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| (-) | Inversión en Activo Fijo (Capital Propio) | 30.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| (-) | Capital de trabajo | 10.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| (-) | Inversión en Otros Activos | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| (=) | Flujo de Caja Libre | -79.96 | 16.33 | 17.94 | 19.63 | 27.21 | 29.34 | 42.87 | 45.05 | 53.87 | 56.43 |
| (+) | Valor Residual (VR) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 710.56 |
| (=) | Flujo de Caja Libre Descontado | -73.76 | 13.90 | 14.09 | 14.22 | 18.18 | 18.08 | 24.37 | 23.63 | 26.07 | 735.75 |

Fuente: Elaboración Propia

Considerando las siguientes definiciones:

$$\text{Valor Empresa} = \frac{FCL1}{(1+WACC(chile))} + \frac{FCL2}{(1+WACC(chile))^2} + \dots + \frac{FCLn+VR}{(1+WACC(chile))^n} \quad (6.5)$$

- $FCLn$, el flujo de caja en el periodo n
- VR , es el valor residual, que se calcula como sigue:

$$\text{Valor Residual} = \frac{FCLn(1+g)}{(WACC(chile)-g)} \quad (6.6)$$

- Donde g es la tasa de crecimiento perpetua,

Adicionalmente

$$\text{Valor Actual Neto} = \frac{FCL1}{(1+WACC(chile))} + \dots + \frac{FCLn}{(1+WACC(chile))^n} - \text{Inversión periodo cero} \quad (6.7)$$

Finalmente TIR es la tasa en que VAN = 0.

Según estas definiciones y los flujos presentados, el Valor Actual Neto es:

VAN = \$103.962.874 (pesos).

La tasa interna de retorno para el proyecto es:

TIR=34%

Mientras que el valor de la empresa es:

Valoración = \$814.521.441 (pesos).

La robustez de los resultados dependerá de la sensibilidad con que estos se vean afectados ante variaciones en los parámetros estimados. Según los análisis presentados previamente en este documento, hay algunos factores que podrían influenciar fuertemente los flujos y por lo tanto la valoración de la empresa. En la

siguiente sección se presenta un análisis de sensibilidad para conocer cómo podría cambiar el valor final en base a cada uno de los factores más importantes.

6.6 Análisis de Sensibilidad

A continuación se presentan los resultados de la valoración y los flujos que la justifican, en los casos que se identifican con el mayor potencial de afectar los resultados. Esto es, considerar todas aquellas variables que fueron proyectadas y que podrían modificar sustancialmente la valoración del proyecto.

Este análisis es importante pues como se trata de proyecciones futuras, existe incertidumbre en cuanto a la precisión con la que fueron estimadas. Por ello, es importante identificar los factores que podrían tener mayor impacto, de modo de evaluar qué tan estable es la valoración presentada y a qué circunstancias se debe prestar mayor atención.

6.6.1. Disminución de clientes estratégicos

Ante la posibilidad que los clientes estratégicos disminuyesen, la valoración se vería afectada por una disminución de las ventas. A continuación se analiza el supuesto que los Clientes Tipo IV, considerado el más determinante dentro del proceso de valoración de esta Pyme, disminuyen en un 29.4%. Se generan los siguientes resultados:

Cuadro N° 23**Cantidad de clientes por segmento con disminución estimada**

| Cantidad de Clientes | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|----------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Tipo I | 15 | 17 | 19 | 21 | 23 | 24 | 25 | 26 | 27 | 28 |
| Tipo II | 4 | 4 | 4 | 4 | 5 | 5 | 5 | 5 | 6 | 6 |
| Tipo III | 1 | 1 | 1 | 1 | 2 | 2 | 2 | 2 | 3 | 3 |
| Tipo IV | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 3 | 3 | 3 | 3 |

Fuente: Elaboración Empresa

Esto trae una disminución en las ventas de un 17.7%. Los flujos entonces quedan como sigue (en millones de pesos):

Cuadro N° 24
Flujos para Análisis de Sensibilidad de Clientes

| OP | Cuenta | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|-------|-------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (+) | Ventas Clientes Tipo I | 30.88 | 36.05 | 41.50 | 47.24 | 53.29 | 57.28 | 61.46 | 65.83 | 70.41 | 75.21 |
| (+) | Ventas Clientes Tipo II | 52.45 | 54.02 | 55.65 | 57.31 | 73.79 | 76.01 | 78.29 | 80.64 | 99.66 | 102.65 |
| (+) | Ventas Clientes Tipo III | 23.59 | 24.30 | 25.03 | 25.78 | 53.10 | 54.69 | 56.33 | 58.02 | 89.64 | 92.33 |
| (+) | Ventas Clientes Tipo IV | 140.05 | 144.25 | 148.58 | 153.04 | 157.63 | 162.36 | 250.84 | 258.37 | 266.12 | 274.10 |
| (=) | Ingresos por Ventas | 246.97 | 258.62 | 270.75 | 283.37 | 337.81 | 350.33 | 446.92 | 462.86 | 525.84 | 544.30 |
| (-) | Costo de Ventas | 177.82 | 186.21 | 194.94 | 204.03 | 243.23 | 252.24 | 321.78 | 333.26 | 378.61 | 391.90 |
| (=) | Utilidad Bruta | 69.15 | 72.41 | 75.81 | 79.34 | 94.59 | 98.09 | 125.14 | 129.60 | 147.24 | 152.41 |
| (-) | Gastos de Adm. y Ventas (Operacionales) | 25.69 | 27.93 | 29.24 | 30.60 | 36.48 | 37.84 | 48.27 | 49.99 | 56.79 | 58.78 |
| (-) | Remuneraciones | 24.85 | 25.59 | 26.36 | 27.15 | 27.97 | 28.81 | 29.67 | 30.56 | 31.48 | 32.42 |
| (-) | Arriendos | 2.76 | 2.84 | 2.93 | 3.02 | 3.11 | 3.20 | 3.30 | 3.39 | 3.50 | 3.60 |
| (-) | Publicidad | 0.50 | 0.52 | 0.53 | 0.55 | 0.56 | 0.58 | 0.60 | 0.61 | 0.63 | 0.65 |
| (-) | Depreciación y Amortizaciones | 0.56 | 0.56 | 0.56 | 0.56 | 0.56 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| (-) | Gastos Generales | 1.26 | 1.30 | 1.34 | 1.38 | 1.42 | 1.46 | 1.50 | 1.55 | 1.60 | 1.64 |
| (=) | Utilidad de la Operación | 13.54 | 13.68 | 14.86 | 16.09 | 24.49 | 26.21 | 41.80 | 43.49 | 53.24 | 55.30 |
| (+/-) | Ingresos (Gastos) No Operacionales | 5.21 | 5.17 | 5.13 | 5.09 | 4.92 | 4.88 | 4.57 | 4.52 | 4.32 | 4.26 |
| (-) | Gastos por Intereses | 4.50 | 4.32 | 4.12 | 3.92 | 3.70 | 3.47 | 3.23 | 2.97 | 2.70 | 2.42 |
| (+/-) | Corrección Monetaria | 0.16 | 0.17 | 0.18 | 0.18 | 0.22 | 0.23 | 0.29 | 0.30 | 0.34 | 0.35 |
| (=) | Utilidad Antes de Impuesto a la Renta | 3.99 | 4.36 | 5.78 | 7.27 | 16.09 | 18.09 | 34.29 | 36.30 | 46.56 | 48.98 |
| (-) | Impuesto a la Renta (20%) | 0.80 | 0.87 | 1.16 | 1.45 | 3.22 | 3.62 | 6.86 | 7.26 | 9.31 | 9.80 |
| (+) | Amortizaciones | 3.27 | 3.45 | 3.65 | 3.85 | 4.07 | 4.30 | 4.54 | 4.80 | 5.07 | 5.35 |
| (=) | Flujo de Caja Bruto | 6.46 | 6.94 | 8.27 | 9.67 | 16.95 | 18.77 | 31.98 | 33.84 | 42.32 | 44.54 |
| (-) | Inversión en Activo Fijo (Prestamo) | 55.76 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| (-) | Inversión en Activo Fijo (Capital Propio) | 30.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| (-) | Capital de trabajo | 10.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| (-) | Inversión en Otros Activos | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| (=) | Flujo de Caja Libre | -89.30 | 6.94 | 8.27 | 9.67 | 16.95 | 18.77 | 31.98 | 33.84 | 42.32 | 44.54 |
| | Valor Residual (VR) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 560.78 |

| | | | | | | | | | | | |
|-----|--------------------------------|--------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| (=) | Flujo de Caja Libre Descontado | -82.38 | 5.91 | 6.49 | 7.00 | 11.32 | 11.57 | 18.18 | 17.75 | 20.48 | 580.66 |
|-----|--------------------------------|--------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|

Fuente: Elaboración Propia

Con ello, el Valor Actual Neto sería:

VAN = \$36.203.521 (pesos).

La tasa interna de retorno para el proyecto:

TIR=22%

Mientras que el valor de la empresa sería:

Valoración = \$596.978.667 (pesos).

Esto representa una disminución de 26.7% en el valor de la empresa con respecto al caso base.

6.6.2. Sustitución de RRHH estratégico.

Si uno de los socios que trabaja en la empresa dejara de hacerlo, se deberían contratar dos profesionales para reemplazarlo: uno en Chile y otro en China. Esto es para suplir el trabajo operativo y la posibilidad de comunicarse en inglés, chino mandarín y español. En ese caso el costo de remuneraciones sube en un 51.2%.

Los flujos entonces quedan como sigue (en millones de pesos):

Cuadro N° 25
Flujos para Análisis de Sensibilidad de RRHH

| OP | Cuenta | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|-------|-------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (+) | Ventas Clientes Tipo I | 30.88 | 36.05 | 41.50 | 47.24 | 53.29 | 57.28 | 61.46 | 65.83 | 70.41 | 75.21 |
| (+) | Ventas Clientes Tipo II | 52.45 | 54.02 | 55.65 | 57.31 | 73.79 | 76.01 | 78.29 | 80.64 | 99.66 | 102.65 |
| (+) | Ventas Clientes Tipo III | 23.59 | 24.30 | 25.03 | 25.78 | 53.10 | 54.69 | 56.33 | 58.02 | 89.64 | 92.33 |
| (+) | Ventas Clientes Tipo IV | 210.08 | 216.38 | 222.87 | 229.56 | 236.44 | 243.54 | 334.46 | 344.49 | 354.83 | 365.47 |
| (=) | Ingresos por Ventas | 317.00 | 330.75 | 345.04 | 359.89 | 416.63 | 431.51 | 530.53 | 548.98 | 614.55 | 635.67 |
| (-) | Costo de Ventas | 228.24 | 238.14 | 248.43 | 259.12 | 299.97 | 310.69 | 381.98 | 395.27 | 442.48 | 457.68 |
| (=) | Utilidad Bruta | 88.76 | 92.61 | 96.61 | 100.77 | 116.66 | 120.82 | 148.55 | 153.71 | 172.07 | 177.99 |
| (-) | Gastos de Adm. y Ventas (Operacionales) | 32.97 | 35.72 | 37.26 | 38.87 | 45.00 | 46.60 | 57.30 | 59.29 | 66.37 | 68.65 |
| (-) | Remuneraciones | 38.42 | 39.57 | 40.76 | 41.98 | 43.24 | 44.53 | 45.87 | 47.25 | 48.66 | 50.12 |
| (-) | Arriendos | 2.76 | 2.84 | 2.93 | 3.02 | 3.11 | 3.20 | 3.30 | 3.39 | 3.50 | 3.60 |
| (-) | Publicidad | 0.50 | 0.52 | 0.53 | 0.55 | 0.56 | 0.58 | 0.60 | 0.61 | 0.63 | 0.65 |
| (-) | Depreciación y Amortizaciones | 0.56 | 0.56 | 0.56 | 0.56 | 0.56 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| (-) | Gastos Generales | 1.62 | 1.67 | 1.72 | 1.77 | 1.82 | 1.87 | 1.93 | 1.99 | 2.05 | 2.11 |
| (=) | Utilidad de la Operación | 11.94 | 11.74 | 12.86 | 14.04 | 22.38 | 24.03 | 39.56 | 41.18 | 50.86 | 52.85 |
| (+/-) | Ingresos (Gastos) No Operacionales | 4.99 | 4.94 | 4.90 | 4.85 | 4.67 | 4.62 | 4.30 | 4.24 | 4.03 | 3.97 |
| (-) | Gastos por Intereses | 4.50 | 4.32 | 4.12 | 3.92 | 3.70 | 3.47 | 3.23 | 2.97 | 2.70 | 2.42 |
| (+/-) | Corrección Monetaria | 0.21 | 0.21 | 0.22 | 0.23 | 0.27 | 0.28 | 0.34 | 0.36 | 0.40 | 0.41 |
| (=) | Utilidad Antes de Impuesto a la Renta | 2.66 | 2.70 | 4.07 | 5.50 | 14.28 | 16.22 | 32.37 | 34.32 | 44.52 | 46.88 |
| (-) | Impuesto a la Renta (20%) | 0.53 | 0.54 | 0.81 | 1.10 | 2.86 | 3.24 | 6.47 | 6.86 | 8.90 | 9.38 |
| (+) | Amortizaciones | 3.27 | 3.45 | 3.65 | 3.85 | 4.07 | 4.30 | 4.54 | 4.80 | 5.07 | 5.35 |
| (=) | Flujo de Caja Bruto | 5.40 | 5.61 | 6.90 | 8.26 | 15.50 | 17.28 | 30.44 | 32.25 | 40.69 | 42.86 |
| (-) | Inversión en Activo Fijo (Préstamo) | 55.76 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| (-) | Inversión en Activo Fijo (Capital Propio) | 30.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| (-) | Capital de trabajo | 10.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| (-) | Inversión en Otros Activos | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| (=) | Flujo de Caja Libre | -90.36 | 5.61 | 6.90 | 8.26 | 15.50 | 17.28 | 30.44 | 32.25 | 40.69 | 42.86 |
| | Valor Residual (VR) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 539.60 |
| (=) | Flujo de Caja Libre Descontado | -83.36 | 4.78 | 5.42 | 5.98 | 10.35 | 10.65 | 17.31 | 16.92 | 19.69 | 558.73 |

Fuente: Elaboración Propia

Con ello, el Valor Actual Neto sería:

VAN = \$26.859.309 (pesos).

La tasa interna de retorno para el proyecto:

TIR=21%

Mientras que el valor de la empresa sería:

Valoración = \$566.457.324 (pesos).

Esto representa una disminución de 30.5% con respecto al caso base.

6.6.3. Aumento en el costo de venta

Si los términos de intercambio generan un aumento en el costo de venta, esto impactaría negativamente la valoración. Bajo el supuesto que el costo de venta aumenta 4.6%, es decir sube hasta 76.6%, condición que lleva al VAN casi a valor cero, los flujos entonces quedan como sigue (en millones de pesos):

Cuadro N° 26

Flujos para Análisis de Sensibilidad de Aumento de Costo de Venta

| OP | Cuenta | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|-------|---------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (+) | Ventas Clientes Tipo I | 30.88 | 36.05 | 41.50 | 47.24 | 53.29 | 57.28 | 61.46 | 65.83 | 70.41 | 75.21 |
| (+) | Ventas Clientes Tipo II | 52.45 | 54.02 | 55.65 | 57.31 | 73.79 | 76.01 | 78.29 | 80.64 | 99.66 | 102.65 |
| (+) | Ventas Clientes Tipo III | 23.59 | 24.30 | 25.03 | 25.78 | 53.10 | 54.69 | 56.33 | 58.02 | 89.64 | 92.33 |
| (+) | Ventas Clientes Tipo IV | 210.08 | 216.38 | 222.87 | 229.56 | 236.44 | 243.54 | 334.46 | 344.49 | 354.83 | 365.47 |
| (=) | Ingresos por Ventas | 317.00 | 330.75 | 345.04 | 359.89 | 416.63 | 431.51 | 530.53 | 548.98 | 614.55 | 635.67 |
| (-) | Costo de Ventas | 242.82 | 253.35 | 264.30 | 275.68 | 319.14 | 330.54 | 406.39 | 420.52 | 470.74 | 486.92 |
| (=) | Utilidad Bruta | 74.18 | 77.40 | 80.74 | 84.21 | 97.49 | 100.97 | 124.14 | 128.46 | 143.80 | 148.75 |
| (-) | Gastos de Administración y Ventas (Operacionales) | 32.97 | 35.72 | 37.26 | 38.87 | 45.00 | 46.60 | 57.30 | 59.29 | 66.37 | 68.65 |
| (-) | Remuneraciones | 25.41 | 26.17 | 26.96 | 27.76 | 28.60 | 29.45 | 30.34 | 31.25 | 32.19 | 33.15 |
| (-) | Arriendos | 2.76 | 2.84 | 2.93 | 3.02 | 3.11 | 3.20 | 3.30 | 3.39 | 3.50 | 3.60 |
| (-) | Publicidad | 0.50 | 0.52 | 0.53 | 0.55 | 0.56 | 0.58 | 0.60 | 0.61 | 0.63 | 0.65 |
| (-) | Depreciación y Amortizaciones | 0.56 | 0.56 | 0.56 | 0.56 | 0.56 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| (-) | Gastos Generales | 1.62 | 1.67 | 1.72 | 1.77 | 1.82 | 1.87 | 1.93 | 1.99 | 2.05 | 2.11 |
| (=) | Utilidad de la Operación | 10.37 | 9.92 | 10.79 | 11.70 | 17.85 | 19.26 | 30.69 | 31.93 | 39.07 | 40.58 |
| (+/-) | Ingresos (Gastos) No Operacionales | 4.99 | 4.94 | 4.90 | 4.85 | 4.67 | 4.62 | 4.30 | 4.24 | 4.03 | 3.97 |
| (-) | Gastos por Intereses | 4.50 | 4.32 | 4.12 | 3.92 | 3.70 | 3.47 | 3.23 | 2.97 | 2.70 | 2.42 |
| (+/-) | Corrección Monetaria | 0.21 | 0.21 | 0.22 | 0.23 | 0.27 | 0.28 | 0.34 | 0.36 | 0.40 | 0.41 |
| (=) | Utilidad Antes de Impuesto a la Renta | 1.09 | 0.88 | 1.99 | 3.16 | 9.76 | 11.45 | 23.50 | 25.07 | 32.73 | 34.61 |
| (-) | Impuesto a la Renta (20%) | 0.22 | 0.18 | 0.40 | 0.63 | 1.95 | 2.29 | 4.70 | 5.01 | 6.55 | 6.92 |
| (+) | Amortizaciones | 3.27 | 3.45 | 3.65 | 3.85 | 4.07 | 4.30 | 4.54 | 4.80 | 5.07 | 5.35 |
| (=) | Flujo de Caja Bruto | 4.14 | 4.16 | 5.24 | 6.39 | 11.88 | 13.46 | 23.34 | 24.85 | 31.25 | 33.04 |
| (-) | Inversión en Activo Fijo (Prestamo) | 55.76 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| (-) | Inversión en Activo Fijo (Capital Propio) | 30.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| (-) | Capital de trabajo | 10.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| (-) | Inversión en Otros Activos | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| (=) | Flujo de Caja Libre | -91.62 | 4.16 | 5.24 | 6.39 | 11.88 | 13.46 | 23.34 | 24.85 | 31.25 | 33.04 |
| | Valor Residual (VR) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 416.02 |

| | | | | | | | | | | | |
|-----|--------------------------------|--------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|--------|
| (=) | Flujo de Caja Libre Descontado | -84.52 | 3.54 | 4.12 | 4.62 | 7.93 | 8.30 | 13.27 | 13.03 | 15.12 | 430.77 |
|-----|--------------------------------|--------|------|------|------|------|------|-------|-------|-------|--------|

Fuente: Elaboración Propia

Con ello, el Valor Actual Neto sería:

VAN = \$169.167 (pesos).

La tasa interna de retorno para el proyecto:

TIR=16%

Mientras que el valor de la empresa sería:

Valoración = \$416.189.887 (pesos).

Esto representa una disminución de 48.9% con respecto al caso base.

6.6.4. Disminución en el costo de venta

Si los términos de intercambio generan una disminución en el costo de venta, esto impactaría positivamente la valoración. Bajo el supuesto que el costo de venta disminuye en 4.6%, es decir disminuye hasta 67.4%, los flujos entonces quedarían como sigue (en millones de pesos):

Cuadro N° 27
Flujos para Análisis de Sensibilidad de Disminución de Costo de Venta

| OP | Cuenta | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|-------|---------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|
| (+) | Ventas Clientes Tipo I | 30.88 | 36.05 | 41.50 | 47.24 | 53.29 | 57.28 | 61.46 | 65.83 | 70.41 | 75.21 |
| (+) | Ventas Clientes Tipo II | 52.45 | 54.02 | 55.65 | 57.31 | 73.79 | 76.01 | 78.29 | 80.64 | 99.66 | 102.65 |
| (+) | Ventas Clientes Tipo III | 23.59 | 24.30 | 25.03 | 25.78 | 53.10 | 54.69 | 56.33 | 58.02 | 89.64 | 92.33 |
| (+) | Ventas Clientes Tipo IV | 210.08 | 216.38 | 222.87 | 229.56 | 236.44 | 243.54 | 334.46 | 344.49 | 354.83 | 365.47 |
| (=) | Ingresos por Ventas | 317.00 | 330.75 | 345.04 | 359.89 | 416.63 | 431.51 | 530.53 | 548.98 | 614.55 | 635.67 |
| (-) | Costo de Ventas | 213.66 | 222.92 | 232.56 | 242.57 | 280.81 | 290.84 | 357.58 | 370.01 | 414.21 | 428.44 |
| (=) | Utilidad Bruta | 103.34 | 107.82 | 112.48 | 117.32 | 135.82 | 140.67 | 172.95 | 178.97 | 200.34 | 207.23 |
| (-) | Gastos de Administración y Ventas (Operacionales) | 32.97 | 35.72 | 37.26 | 38.87 | 45.00 | 46.60 | 57.30 | 59.29 | 66.37 | 68.65 |
| (-) | Remuneraciones | 25.41 | 26.17 | 26.96 | 27.76 | 28.60 | 29.45 | 30.34 | 31.25 | 32.19 | 33.15 |
| (-) | Arriendos | 2.76 | 2.84 | 2.93 | 3.02 | 3.11 | 3.20 | 3.30 | 3.39 | 3.50 | 3.60 |
| (-) | Publicidad | 0.50 | 0.52 | 0.53 | 0.55 | 0.56 | 0.58 | 0.60 | 0.61 | 0.63 | 0.65 |
| (-) | Depreciación y Amortizaciones | 0.56 | 0.56 | 0.56 | 0.56 | 0.56 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| (-) | Gastos Generales | 1.62 | 1.67 | 1.72 | 1.77 | 1.82 | 1.87 | 1.93 | 1.99 | 2.05 | 2.11 |
| (=) | Utilidad de la Operación | 39.53 | 40.35 | 42.53 | 44.81 | 56.18 | 58.96 | 79.49 | 82.43 | 95.61 | 99.06 |
| (+/-) | Ingresos (Gastos) No Operacionales | 4.99 | 4.94 | 4.90 | 4.85 | 4.67 | 4.62 | 4.30 | 4.24 | 4.03 | 3.97 |
| (-) | Gastos por Intereses | 4.50 | 4.32 | 4.12 | 3.92 | 3.70 | 3.47 | 3.23 | 2.97 | 2.70 | 2.42 |
| (+/-) | Corrección Monetaria | 0.21 | 0.21 | 0.22 | 0.23 | 0.27 | 0.28 | 0.34 | 0.36 | 0.40 | 0.41 |
| (=) | Utilidad Antes de Impuesto a la Renta | 30.25 | 31.31 | 33.74 | 36.27 | 48.09 | 51.15 | 72.31 | 75.57 | 89.27 | 93.09 |
| (-) | Impuesto a la Renta (20%) | 6.05 | 6.26 | 6.75 | 7.25 | 9.62 | 10.23 | 14.46 | 15.11 | 17.85 | 18.62 |
| (+) | Amortizaciones | 3.27 | 3.45 | 3.65 | 3.85 | 4.07 | 4.30 | 4.54 | 4.80 | 5.07 | 5.35 |
| (=) | Flujo de Caja Bruto | 27.47 | 28.50 | 30.64 | 32.87 | 42.54 | 45.22 | 62.39 | 65.26 | 76.48 | 79.83 |
| (-) | Inversión en Activo Fijo (Préstamo) | 55.76 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| (-) | Inversión en Activo Fijo (Capital Propio) | 30.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| (-) | Capital de trabajo | 10.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| (-) | Inversión en Otros Activos | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| (=) | Flujo de Caja Libre | -68.29 | 28.50 | 30.64 | 32.87 | 42.54 | 45.22 | 62.39 | 65.26 | 76.48 | 79.83 |
| | Valor Residual (VR) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 1,005.10 |
| (=) | Flujo de Caja Libre Descontado | -63.00 | 24.26 | 24.05 | 23.81 | 28.42 | 27.87 | 35.47 | 34.23 | 37.01 | 1,040.73 |

Fuente: Elaboración Propia

Con ello, el Valor Actual Neto sería:

VAN = \$207.756.581 (pesos).

La tasa interna de retorno para el proyecto:

TIR=54%

Mientras que el valor de la empresa sería:

Valoración = \$1.212.852.994 (pesos).

Esto representa un aumento de 48.9% con respecto al caso base, es decir el valor de la empresa se mueve en sentido opuesto a todos los supuestos anteriores.

6.6.5. Aumento en los impuestos

Actualmente se tramita en el Congreso un proyecto de Ley que aumentaría el impuesto a las empresas de un 20% a un 25%. Esto tendría un impacto en los flujos y por lo tanto en la valoración de la empresa. Bajo el supuesto que el impuesto aumente a 25%, los flujos quedan de la siguiente forma (en millones de pesos):

Cuadro N° 28
Flujos para Análisis de Sensibilidad de Aumento en los Impuestos

| OP | Cuenta | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|-------|---------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (+) | Ventas Clientes Tipo I | 30.88 | 36.05 | 41.50 | 47.24 | 53.29 | 57.28 | 61.46 | 65.83 | 70.41 | 75.21 |
| (+) | Ventas Clientes Tipo II | 52.45 | 54.02 | 55.65 | 57.31 | 73.79 | 76.01 | 78.29 | 80.64 | 99.66 | 102.65 |
| (+) | Ventas Clientes Tipo III | 23.59 | 24.30 | 25.03 | 25.78 | 53.10 | 54.69 | 56.33 | 58.02 | 89.64 | 92.33 |
| (+) | Ventas Clientes Tipo IV | 210.08 | 216.38 | 222.87 | 229.56 | 236.44 | 243.54 | 334.46 | 344.49 | 354.83 | 365.47 |
| (=) | Ingresos por Ventas | 317.00 | 330.75 | 345.04 | 359.89 | 416.63 | 431.51 | 530.53 | 548.98 | 614.55 | 635.67 |
| (-) | Costo de Ventas | 228.24 | 238.14 | 248.43 | 259.12 | 299.97 | 310.69 | 381.98 | 395.27 | 442.48 | 457.68 |
| (=) | Utilidad Bruta | 88.76 | 92.61 | 96.61 | 100.77 | 116.66 | 120.82 | 148.55 | 153.71 | 172.07 | 177.99 |
| (-) | Gastos de Administración y Ventas (Operacionales) | 32.97 | 35.72 | 37.26 | 38.87 | 45.00 | 46.60 | 57.30 | 59.29 | 66.37 | 68.65 |
| (-) | Remuneraciones | 25.41 | 26.17 | 26.96 | 27.76 | 28.60 | 29.45 | 30.34 | 31.25 | 32.19 | 33.15 |
| (-) | Arriendos | 2.76 | 2.84 | 2.93 | 3.02 | 3.11 | 3.20 | 3.30 | 3.39 | 3.50 | 3.60 |
| (-) | Publicidad | 0.50 | 0.52 | 0.53 | 0.55 | 0.56 | 0.58 | 0.60 | 0.61 | 0.63 | 0.65 |
| (-) | Depreciación y Amortizaciones | 0.56 | 0.56 | 0.56 | 0.56 | 0.56 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| (-) | Gastos Generales | 1.62 | 1.67 | 1.72 | 1.77 | 1.82 | 1.87 | 1.93 | 1.99 | 2.05 | 2.11 |
| (=) | Utilidad de la Operación | 24.95 | 25.14 | 26.66 | 28.25 | 37.02 | 39.11 | 55.09 | 57.18 | 67.34 | 69.82 |
| (+/-) | Ingresos (Gastos) No Operacionales | 4.99 | 4.94 | 4.90 | 4.85 | 4.67 | 4.62 | 4.30 | 4.24 | 4.03 | 3.97 |
| (-) | Gastos por Intereses | 4.50 | 4.32 | 4.12 | 3.92 | 3.70 | 3.47 | 3.23 | 2.97 | 2.70 | 2.42 |
| (+/-) | Corrección Monetaria | 0.21 | 0.21 | 0.22 | 0.23 | 0.27 | 0.28 | 0.34 | 0.36 | 0.40 | 0.41 |
| (=) | Utilidad Antes de Impuesto a la Renta | 15.67 | 16.09 | 17.87 | 19.72 | 28.92 | 31.30 | 47.90 | 50.32 | 61.00 | 63.85 |
| (-) | Impuesto a la Renta (25%) | 3.92 | 4.02 | 4.47 | 4.93 | 7.23 | 7.83 | 11.98 | 12.58 | 15.25 | 15.96 |
| (+) | Amortizaciones | 3.27 | 3.45 | 3.65 | 3.85 | 4.07 | 4.30 | 4.54 | 4.80 | 5.07 | 5.35 |
| (=) | Flujo de Caja Bruto | 15.02 | 15.52 | 17.05 | 18.64 | 25.76 | 27.78 | 40.47 | 42.54 | 50.82 | 53.24 |
| (-) | Inversión en Activo Fijo (Préstamo) | 55.76 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| (-) | Inversión en Activo Fijo (Capital Propio) | 30.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| (-) | Capital de trabajo | 10.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| (-) | Inversión en Otros Activos | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| (=) | Flujo de Caja Libre | -80.74 | 15.52 | 17.05 | 18.64 | 25.76 | 27.78 | 40.47 | 42.54 | 50.82 | 53.24 |
| | Valor Residual (VR) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 670.36 |
| (=) | Flujo de Caja Libre Descontado | -74.48 | 13.21 | 13.38 | 13.50 | 17.21 | 17.12 | 23.01 | 22.31 | 24.59 | 694.13 |

Fuente: Elaboración Propia

Con ello, el Valor Actual Neto sería:

VAN = \$93.626.790 (pesos).

La tasa interna de retorno para el proyecto:

TIR=32%

Mientras que el valor de la empresa sería:

Valoración = \$763.988.532 (pesos).

Esto representa una disminución de 6.2% con respecto al caso base.

6.6.6. Aumento en la tasa de descuento

La tasa de descuento fue estimada previamente en esta sección en 8.40%. En caso de que esta tasa aumente 10 puntos, por circunstancias de la empresa o del entorno, llegando al 18.4%, los flujos quedan como sigue (en millones de pesos):

Cuadro N° 29
Flujos para Análisis de Sensibilidad de Aumento Tasa de Descuento

| OP | Cuenta | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 |
|-------|---------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| (+) | Ventas Clientes Tipo I | 30.88 | 36.05 | 41.50 | 47.24 | 53.29 | 57.28 | 61.46 | 65.83 | 70.41 | 75.21 |
| (+) | Ventas Clientes Tipo II | 52.45 | 54.02 | 55.65 | 57.31 | 73.79 | 76.01 | 78.29 | 80.64 | 99.66 | 102.65 |
| (+) | Ventas Clientes Tipo III | 23.59 | 24.30 | 25.03 | 25.78 | 53.10 | 54.69 | 56.33 | 58.02 | 89.64 | 92.33 |
| (+) | Ventas Clientes Tipo IV | 210.08 | 216.38 | 222.87 | 229.56 | 236.44 | 243.54 | 334.46 | 344.49 | 354.83 | 365.47 |
| (=) | Ingresos por Ventas | 317.00 | 330.75 | 345.04 | 359.89 | 416.63 | 431.51 | 530.53 | 548.98 | 614.55 | 635.67 |
| (-) | Costo de Ventas | 228.24 | 238.14 | 248.43 | 259.12 | 299.97 | 310.69 | 381.98 | 395.27 | 442.48 | 457.68 |
| (=) | Utilidad Bruta | 88.76 | 92.61 | 96.61 | 100.77 | 116.66 | 120.82 | 148.55 | 153.71 | 172.07 | 177.99 |
| (-) | Gastos de Administración y Ventas (Operacionales) | 32.97 | 35.72 | 37.26 | 38.87 | 45.00 | 46.60 | 57.30 | 59.29 | 66.37 | 68.65 |
| (-) | Remuneraciones | 25.41 | 26.17 | 26.96 | 27.76 | 28.60 | 29.45 | 30.34 | 31.25 | 32.19 | 33.15 |
| (-) | Arriendos | 2.76 | 2.84 | 2.93 | 3.02 | 3.11 | 3.20 | 3.30 | 3.39 | 3.50 | 3.60 |
| (-) | Publicidad | 0.50 | 0.52 | 0.53 | 0.55 | 0.56 | 0.58 | 0.60 | 0.61 | 0.63 | 0.65 |
| (-) | Depreciación y Amortizaciones | 0.56 | 0.56 | 0.56 | 0.56 | 0.56 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| (-) | Gastos Generales | 1.62 | 1.67 | 1.72 | 1.77 | 1.82 | 1.87 | 1.93 | 1.99 | 2.05 | 2.11 |
| (=) | Utilidad de la Operación | 24.95 | 25.14 | 26.66 | 28.25 | 37.02 | 39.11 | 55.09 | 57.18 | 67.34 | 69.82 |
| (+/-) | Ingresos (Gastos) No Operacionales | 4.99 | 4.94 | 4.90 | 4.85 | 4.67 | 4.62 | 4.30 | 4.24 | 4.03 | 3.97 |
| (-) | Gastos por Intereses | 4.50 | 4.32 | 4.12 | 3.92 | 3.70 | 3.47 | 3.23 | 2.97 | 2.70 | 2.42 |
| (+/-) | Corrección Monetaria | 0.21 | 0.21 | 0.22 | 0.23 | 0.27 | 0.28 | 0.34 | 0.36 | 0.40 | 0.41 |
| (=) | Utilidad Antes de Impuesto a la Renta | 15.67 | 16.09 | 17.87 | 19.72 | 28.92 | 31.30 | 47.90 | 50.32 | 61.00 | 63.85 |
| (-) | Impuesto a la Renta (20%) | 3.13 | 3.22 | 3.57 | 3.94 | 5.78 | 6.26 | 9.58 | 10.06 | 12.20 | 12.77 |
| (+) | Amortizaciones | 3.27 | 3.45 | 3.65 | 3.85 | 4.07 | 4.30 | 4.54 | 4.80 | 5.07 | 5.35 |
| (=) | Flujo de Caja Bruto | 15.80 | 16.33 | 17.94 | 19.63 | 27.21 | 29.34 | 42.87 | 45.05 | 53.87 | 56.43 |
| (-) | Inversión en Activo Fijo (Préstamo) | 55.76 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| (-) | Inversión en Activo Fijo (Capital Propio) | 30.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| (-) | Capital de trabajo | 10.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| (-) | Inversión en Otros Activos | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| (=) | Flujo de Caja Libre | -79.96 | 16.33 | 17.94 | 19.63 | 27.21 | 29.34 | 42.87 | 45.05 | 53.87 | 56.43 |
| | Valor Residual (VR) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 276.67 |
| (=) | Flujo de Caja Libre Descontado | -67.53 | 11.65 | 10.81 | 9.99 | 11.69 | 10.65 | 13.14 | 11.67 | 11.78 | 287.09 |

Fuente: Elaboración Propia

Con ello, el Valor Actual Neto sería:

VAN = \$34.272.151 (pesos).

La tasa interna de retorno para el proyecto:

TIR=29%

Mientras que el valor de la empresa sería:

Valoración = \$310.940.789 (pesos).

Esto representa una disminución de 61.8% con respecto al caso base, explicado y justificado principalmente por el mayor nivel de riesgo que tendría la Empresa, razón por la cual, se debiera exigir un retorno bastante mayor.

6.6.7. Resumen

Finalmente, a continuación se presenta un resumen de todos los análisis de sensibilidad realizados:

Cuadro N° 30
Resumen Análisis de Sensibilidad y Variaciones

| Escenarios de Valoración | Valorización a 10 Años | VAR del Valor | VAN | TIR (10 Años) |
|-----------------------------------------------------------------------|------------------------|---------------|----------------|---------------|
| Valoración con WAAC (Chile) 8,4% / Situación Inicial | \$ 814.521.441 | 0% | \$ 103.962.874 | 34% |
| Sensibilización Respecto de Disminución Clientes Estratégicos | \$ 596.978.667 | -26,7% | \$ 36.203.521 | 22% |
| Sensibilización Respecto de Sustitución de R.R.H.H Estratégico | \$ 566.457.324 | -30,5% | \$ 26.,859.309 | 21% |
| Sensibilización Respecto de Aumento en el Costo de venta (+4,6%) | \$ 416.189.887 | -48,9% | \$ 169.167 | 16% |
| Sensibilización Respecto de Disminución en el Costo de venta (-4,6%) | \$ 1.212.852.994 | 48,9% | \$ 207.756.581 | 54% |
| Sensibilización Respecto de un Aumento del 5% en los Impuestos | \$ 763.988.532 | -6,2% | \$ 93.626.790 | 32% |
| Sensibilización Respecto Aumento de 10 puntos en la tasa de descuento | \$ 310.940.789 | -61,8% | \$ 34.272.151 | 29% |

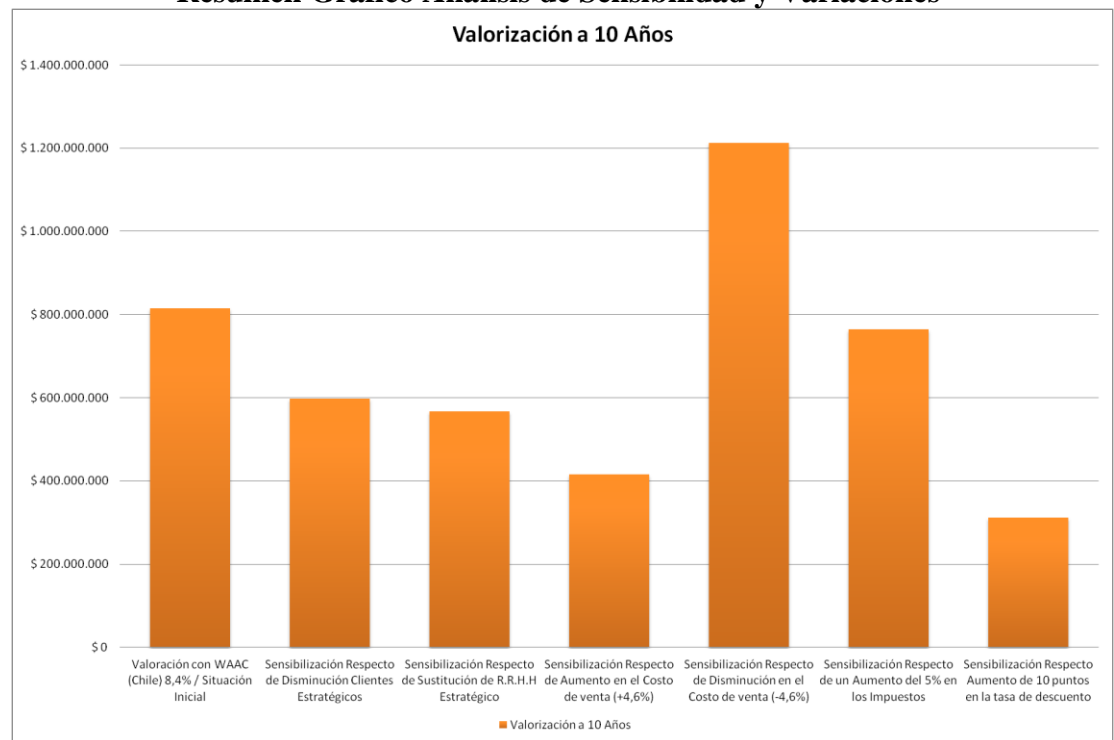
Fuente: Elaboración Propia

De acuerdo a lo anterior y bajo los distintos análisis de sensibilidad desarrollados, se puede establecer los siguientes resultados de la valoración:

- El valor calculado para la empresa es de \$ 814.521.441.
- El menor valor para la empresa se ubica en \$ 310.940.789 y corresponde a la sensibilización por aumento de la tasa de descuento en 10 puntos.
- El mayor valor para la empresa se ubica en \$ 1.212.852.994 y corresponde a la sensibilización de disminuir el costo de venta en 4,6%, es decir, llevar el costo de venta desde 72% a 67,4%.

A continuación se muestra gráfico con el resumen de las distintas sensibilizaciones:

Cuadro N° 31
Resumen Gráfico Análisis de Sensibilidad y Variaciones



Fuente: Elaboración Propia

Conclusiones de La Empresa:

- Un análisis del cuadro número 30, permite concluir que el factor que más afecta la valoración de la empresa, es el costo de ventas, es decir el costo que tiene la producción. Si el costo aumenta, entonces la valoración disminuye en una proporción relativamente importante, por lo que la Empresa debe cuidar mantener su estructura de costo e idealmente hacerla más eficiente.
- A juicio de los autores, es poco probable que la tasa de descuento aumente de 8,40% a 18,40%, pues se trata de un aumento extremo de 10 puntos, razón por la cual se descarta del proceso de determinación de rango de valor de la empresa.
- Por otra parte, se estima conveniente descartar los valores de \$ 310.940.789 y \$ 1.212.852.994, debido a que reflejan casos establecidos con el objeto de someter a presión el proceso de valoración y determinar valores límites extremos.
- Del mismo modo se estima recomendable descartar el valor de \$ 814.521.441 debido a que a la fecha de la presente tesis ya se encuentra en proceso la nueva ley tributaria que proyecta aumentar la tasa de impuesto a las utilidades desde 20% a 25%.
- De acuerdo a lo anterior, se estima razonable sugerir que el valor de La Empresa se negocie entre \$ 416.189.887 y \$ 763.988.532, correspondientes a valores calculados considerando un aumento en el costo de venta y un valor

esperado aplicando un aumento de la tasa de impuesto a las utilidades. Del mismo modo se considera conveniente señalar que los otros valores calculados, se encuentran dentro de este rango.

Para los autores de la presente tesis, si las proyecciones de costos variables de la empresa no sufren grandes variaciones, esta valoración se considera robusta y estable por lo que podría utilizarse para los fines previamente descritos. Si por el contrario, las variaciones son muy grandes, entonces puede tomarse como referencia, pero deben considerarse las variaciones que podría tener y la probabilidad de que esto suceda.

7. Conclusiones Generales

7.1. Del Procesos de Valoración de una empresa

- Toda valoración comercial de una empresa es una estimación que busca determinar un rango de valores, transformándose en la base sobre la que se sustentarán las negociaciones y que podrían llevar finalmente a un precio de transferencia. Se debe entender entonces que el rango de valores calculados para una empresa es distinto que el precio al cual se transfiere la misma.
- Valorar una pyme representa grandes desafíos para quien lo haga. La presente tesis y particularmente el caso práctico, aporta orientaciones que permiten valorar pymes y establecer cuáles variables de la empresa o del entorno, podrían generar un mayor impacto sobre ella.
- El valor de una empresa será una combinación de lo que son sus activos reales, lo que representan sus intangibles y los fondos que generará durante un determinado periodo de tiempo.

7.2. De los Métodos de Valoración

- Existen distintos métodos de cálculo para determinar el valor comercial de una empresa. Seleccionar alguno de ellos dependerá de los objetivos perseguidos, incluyendo qué, por qué y para quien se valora.
- Todos los métodos de valoración tienen ciertas limitaciones y por lo tanto deben ser aplicados con cautela para prevenir posibles errores.

- Los métodos de valoración existentes resultan insuficientes para determinar el valor comercial de una empresa, necesariamente se debe considerar además las variables cualitativas.

7.3. De la Tasa de Descuento

- Para que la valoración represente una mejor medida del valor de una Pyme, es necesario hacer algunos ajustes respecto de la forma de calcular el costo de capital WACC (5.2) y en cómo se calcula el rendimiento esperado por el inversionista CAPM (5.4).

En base a lo anterior, se proponen los siguientes ajustes en el cálculo de la tasa WACC y por consecuencia en el CAPM:

- a) Utilizar tasa spot de la deuda comercial como el precio de financiar proyectos con recursos de terceros. Lo antes señalado se explica gracias a que esta tasa representa de mejor forma las expectativas futuras del mercado.
- b) Eliminar el factor $(1 - T_c)$ desde el componente de la deuda del WACC, ya que en Chile no existe la doble tributación.
- c) Ajustar el componente r_E del WACC mediante la adición del costo por FOGAPE al CAPM, pues solo en la presencia de esta garantía estatal, los inversores están dispuestos a financiar una Pyme.
- d) Por ser Chile una economía de tipo emergente, se recomienda sumar a la tasa libre de riesgo local del CAPM, una tasa libre de riesgo de una economía desarrollada, pues solo así se reflejará más adecuadamente la

posibilidad del inversionista para invertir en activos internacionales más consolidados y menos riesgosos.

- e) Para seleccionar el Beta de sensibilidad a la variación de mercado para el CAPM, se recomienda utilizar información de economías más desarrolladas, ya que en Chile no existe un mercado formal para transacción de Pymes, que sea capaz de entregar información sustentada y comparable.
- f) Como retorno de mercado esperado se recomienda utilizar el IGPA SMALL, pues es el indicador de retorno esperado para las empresas más pequeñas de la bolsa de comercio local y por consiguiente más cercano a las Pymes.

7.4. De los Estados Financieros

- Para hacer una correcta lectura de los estados financieros es necesario comprender la composición de las distintas cuentas y la forma como varían en el tiempo.
- Es necesario determinar la validez y calidad de la información financiera y contable, pues muchas veces existen inconsistencias que pueden reflejar desórdenes al interior de la empresa, por ejemplo, los dueños no tienen sueldos y mezclan sus gastos personales con los de la empresa.

7.5. De las Expectativas

- Durante un proceso de valoración de empresa, normalmente se generan expectativas heterogéneas de los interesados, situación que dice relación con

los aspectos cualitativos y la disponibilidad y acceso a la información, hechos que se deben tener presente en una razonable medida.

7.6. De las Sensibilizaciones

- Recursos Humanos: En el caso de las Pymes el valor del recurso humano es uno de los factores más importante en la generación de valor, por lo que siempre es recomendable realizar un análisis de sensibilidad al momento de valorar.
- Clientes: Muchas de las Pymes chilenas respaldan sus ingresos por ventas a pocos clientes, siendo necesario sensibilizar la valoración a través de supuestos de pérdida de clientes, particularmente de los clientes más importantes.
- Costo de Venta: Del mismo modo, el costo de venta es un aspecto estratégico en las Pymes, razón que hace necesario evaluar posibles variaciones de este indicador.

8. Anexos

Anexo A: Glosario de Términos Financieros

Con el objeto de lograr una debida interpretación del texto, a continuación se establecen algunas definiciones:

- **Acción:** Título valor que representa una fracción igual en que se divide el capital social de una empresa. Acredita y transmite los derechos del socio sobre la empresa (<http://www.agimmobilier.com>)
- **Adquisición de empresas:** Una adquisición consiste en la compra por parte de una persona jurídica del paquete accionario de control de otra sociedad, sin realizar la fusión de sus patrimonios (<http://es.wikipedia.org>).
- **Bolsa de valores:** Sitio donde se realizan operaciones de compra-venta de valores, principalmente acciones (<http://www.agimmobilier.com>).
- **CAPEX:** significa en inglés “Capital Expense”. Son inversiones hechas por una empresa para adquirir activo fijo como equipos, propiedades, edificaciones, etc. (<http://en.wikipedia.org>).
- **Competencia perfecta:** Cuando existe un número grande de empresas que operan en el mercado y cuyo producto es homogéneo, la información es completa para todos los que operan en el mercado, tanto oferentes como demandantes, y tanto el precio como la cantidad está definida por la oferta y la demanda del mercado, la entrada al mercado es libre y fácil (<http://www.agimmobilier.com>).

- EBITDA: significa en inglés: “Earnings Before Interests, Tax, Depreciation and Amortization”. Se obtiene a partir del estado de pérdidas y ganancias de una empresa: En castellano es el margen o resultado bruto de explotación de la empresa antes de deducir los intereses (carga financiera), las amortizaciones o depreciaciones y el impuesto sobre sociedades (<http://es.wikipedia.org>).
- Economía de alcance: Consiste en distribuir los costos de la organización entre más productos o servicios, sin que se produzca rivalidad entre ellos y utilizando la misma estructura que tiene la organización.
- Economía de escala: La economía de escala se refiere al poder que tiene una empresa cuando alcanza un nivel óptimo de producción para ir produciendo más a menor coste, es decir, a medida que la producción en una empresa crece (zapatos, chicles, bastones, cajas de cerillas...) sus costes por unidad producida se reducen. Cuanto más produce, menos le cuesta producir cada unidad (<http://es.wikipedia.org>).
- Empresa: conjunto de procesos verticalmente relacionados y coordinados a través de una cadena de mando cuyo origen es la existencia de costos de usar el mercado (Tarziján y Paredes, 2001).
- Fondos de Terceros: Son aquellos recursos que ingresan al flujo de la empresa y que se obtienen de terceros, sea a través de créditos de proveedores o del mercado de capitales, entre otros.
- Fondos Propios: Corresponde al patrimonio de la empresa. Estos fondos se están modificando regularmente, tanto positiva como negativamente,

principalmente a través de los resultados de la empresa, de variaciones de capital u otros mecanismos.

- Fusión de empresas: Una fusión es la unión de dos o más personas jurídicamente independientes que deciden juntar sus patrimonios y formar una nueva sociedad. Si una de las sociedades que se fusionan, absorbe el patrimonio de las restantes, estamos frente a una fusión por absorción (<http://es.wikipedia.org>).
- Globalización: es un término moderno usado para describir los cambios en las sociedades y la economía mundial que resultan en un incremento sustancial del comercio cultural (<http://es.wikipedia.org>).
- Integración horizontal de empresas: Teoría de propiedad y control. Es una estrategia utilizada por una corporación que busca vender un tipo de producto en numerosos mercados. Para alcanzar esta cobertura de mercado, se crean multitud de empresas subsidiarias (<http://es.wikipedia.org>).
- Integración vertical de empresas: Teoría que describe un estilo de propiedad y control. Las compañías integradas verticalmente están unidas por una jerarquía y comparten un mismo dueño. Generalmente, los miembros de esta jerarquía desarrollan tareas diferentes que se combinan para satisfacer una necesidad común (<http://es.wikipedia.org>).
- Management buy-out (MBO): Consiste en la adquisición de una sociedad, o de parte de ella o de sus activos por un grupo de directivos que trabaja en la misma apoyados por una empresa de capital privado (<http://es.wikipedia.org>).

- Management buy-in (MBI): Consiste en la adquisición de una sociedad, en la que el control de esta es obtenido por un personal de dirección externo a la misma, apoyados por una empresa de capital privado (<http://es.wikipedia.org>).
- Mercado de capital: Mercado de insumos/factores al cual aportan las familias sus ahorros, ya sea con el fin de obtener intereses o derechos sobre ganancias futuras, a empresas que requieren fondos para comprar bienes de capital (<http://www.agimmobilier.com>).
- Mercado de dinero: Mercado donde se intercambian instrumentos financieros y se determina el nivel de equilibrio de la tasa de interés (<http://www.agimmobilier.com>).
- Negociación: Proceso en el que dos o más actores buscan maximizar sus beneficios a través de un acuerdo (<http://www.agimmobilier.com>).
- Organización del mercado: Forma en que está estructurada una industria. La estructura se define por el número de empresas que participan en una industria, si sus productos están diferenciados entre sí o son prácticamente el mismo, si las empresas de la industria pueden controlar o no los precios o los salarios, y si las empresas competidoras pueden o no entrar y salir con libertad de la industria (<http://www.agimmobilier.com>).
- Opciones: Es un contrato que brinda el derecho, más no la obligación de comprar o vender una cantidad específica de un título específico en un periodo de tiempo determinado (<http://www.agimmobilier.com>).

- PER (Price Earning Ratio) – P/U (Relación Precio Utilidad): Es una medida de valoración de una empresa y que representa el precio pagado por un beneficio perpetuo (Galindo, 2005).
- Poder de mercado: Capacidad de una empresa imperfectamente competitiva para elevar los precios sin perder toda la demanda de su producto (<http://www.agimmobilier.com>).
- Precio: Suma a la que se vende un producto por unidad. Refleja cuánto está dispuesta la sociedad a pagar por él (<http://www.agimmobilier.com>).
- Sociedad: Forma de organización de empresas en la que hay más de un propietario. Los dueños se hacen responsables de las obligaciones de la empresa, conjuntamente y por separado (<http://www.agimmobilier.com>).
- Valor Libro: Valor contable de una acción. Nace de la división del patrimonio de la empresa por la cantidad de acciones (<http://www.economia.cl>).
- Ventaja comparativa: Ventaja que disfruta un país sobre otro en la elaboración de un producto cuando éste se puede producir a menor costo, en términos de otros bienes y en comparación con su costo en el otro país. (David Ricardo): La primera nación debe especializarse en la producción y exportación de la mercancía en que resulte menor su desventaja absoluta e importar la mercancía en la que su desventaja absoluta sea mayor (<http://www.agimmobilier.com>).

- Ventaja competitiva: es una rentabilidad por encima de la rentabilidad media del Sector industrial en el que la Empresa se desempeña. Es la ventaja que una compañía tiene respecto a otras compañías competidoras (Porter, 2006).

Anexo B: Probabilidad acumulativa de quiebra

Cuadro N° 32 Probabilidad acumulativa de quiebra

Cumulative Average Default Rates by Rating Modifier, 1981 to 2003 (%)

| Rating | —Time Horizon— | | | | | | | | | | | | | | |
|-------------------|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | Yr. 1 | Yr. 2 | Yr. 3 | Yr. 4 | Yr. 5 | Yr. 6 | Yr. 7 | Yr. 8 | Yr. 9 | Yr. 10 | Yr. 11 | Yr. 12 | Yr. 13 | Yr. 14 | Yr. 15 |
| AAA | 0.00 | 0.00 | 0.03 | 0.06 | 0.10 | 0.17 | 0.25 | 0.38 | 0.43 | 0.48 | 0.48 | 0.48 | 0.48 | 0.56 | 0.65 |
| AA+ | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.08 | 0.16 | 0.25 | 0.36 | 0.36 | 0.36 | 0.36 | 0.36 | 0.36 | 0.36 | 0.36 | 0.36 |
| AA | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.05 | 0.13 | 0.22 | 0.34 | 0.51 | 0.64 | 0.79 | 0.91 | 1.00 | 1.19 | 1.30 | 1.36 |
| AA- | 0.02 | 0.10 | 0.24 | 0.39 | 0.56 | 0.74 | 0.95 | 1.09 | 1.19 | 1.32 | 1.45 | 1.70 | 1.70 | 1.81 | 1.95 |
| A+ | 0.06 | 0.11 | 0.27 | 0.48 | 0.63 | 0.83 | 1.02 | 1.20 | 1.48 | 1.75 | 2.05 | 2.39 | 2.65 | 2.93 | 3.18 |
| A | 0.05 | 0.14 | 0.21 | 0.32 | 0.51 | 0.70 | 0.90 | 1.15 | 1.42 | 1.80 | 2.15 | 2.35 | 2.57 | 2.69 | 2.99 |
| A- | 0.04 | 0.20 | 0.42 | 0.63 | 0.89 | 1.19 | 1.56 | 1.82 | 2.15 | 2.42 | 2.48 | 2.69 | 2.77 | 2.95 | 3.15 |
| BBB+ | 0.32 | 0.93 | 1.58 | 2.19 | 2.81 | 3.47 | 3.96 | 4.37 | 4.89 | 5.35 | 5.79 | 6.12 | 6.67 | 7.50 | 8.43 |
| BBB | 0.34 | 0.72 | 1.05 | 1.69 | 2.38 | 3.01 | 3.65 | 4.45 | 5.11 | 5.89 | 6.80 | 7.28 | 7.94 | 8.23 | 8.78 |
| BBB- | 0.46 | 1.50 | 2.61 | 4.07 | 5.54 | 6.87 | 7.90 | 8.71 | 9.35 | 10.24 | 10.87 | 11.81 | 12.29 | 13.12 | 13.77 |
| BB+ | 0.64 | 2.08 | 4.27 | 6.13 | 7.62 | 9.18 | 10.76 | 11.53 | 12.72 | 13.69 | 14.39 | 14.86 | 15.21 | 15.60 | 16.50 |
| BB | 1.15 | 3.41 | 6.17 | 8.56 | 10.95 | 13.36 | 15.06 | 16.59 | 18.09 | 19.08 | 20.27 | 21.07 | 21.52 | 21.64 | 21.64 |
| BB- | 1.97 | 5.66 | 9.57 | 13.23 | 16.27 | 19.09 | 21.33 | 23.42 | 25.33 | 26.73 | 27.95 | 28.78 | 29.98 | 30.70 | 31.51 |
| B+ | 3.19 | 8.91 | 14.21 | 18.76 | 21.96 | 24.42 | 26.71 | 28.64 | 30.08 | 31.59 | 32.94 | 34.09 | 35.23 | 36.44 | 37.49 |
| B | 8.99 | 17.92 | 24.26 | 28.44 | 31.53 | 34.06 | 35.51 | 36.73 | 37.74 | 38.61 | 39.54 | 40.72 | 41.89 | 42.81 | 44.00 |
| B- | 13.01 | 23.63 | 31.46 | 36.15 | 39.23 | 41.64 | 43.84 | 45.40 | 45.92 | 46.48 | 46.89 | 47.11 | 47.35 | 47.60 | 47.87 |
| CCC/C | 30.85 | 39.76 | 45.47 | 49.53 | 53.00 | 54.30 | 55.50 | 56.11 | 57.59 | 58.44 | 59.33 | 60.13 | 60.81 | 61.58 | 61.58 |
| Investment grade | 0.13 | 0.37 | 0.63 | 0.96 | 1.31 | 1.65 | 1.97 | 2.28 | 2.57 | 2.91 | 3.22 | 3.48 | 3.73 | 3.97 | 4.28 |
| Speculative grade | 5.27 | 10.46 | 15.05 | 18.73 | 21.58 | 23.95 | 25.88 | 27.46 | 28.87 | 30.04 | 31.14 | 32.05 | 32.95 | 33.71 | 34.45 |
| All rated | 1.76 | 3.54 | 5.13 | 6.47 | 7.55 | 8.48 | 9.26 | 9.93 | 10.55 | 11.13 | 11.66 | 12.11 | 12.55 | 12.95 | 13.39 |

Fuente: Standard & Poor's Risk Solutions CreditPro® 6.6

Anexo C: Tasas Damodaran

Cuadro N° 33
Tasas Damodaran

| Date updated: | 05-ene-14 | Aswath Damodaran | | | | | |
|----------------------------------------|-----------------|-----------------------------------------------------------------|-----------|----------|----------------|-----------------|-----------------------------------|
| | | http://www.damodaran.com | | | | | |
| Industry Name | Number of firms | Beta | D/E Ratio | Tax rate | Unlevered beta | Cash/Firm value | Unlevered beta corrected for cash |
| Advertising | 65 | 1,03 | 52,57% | 6,04% | 0,69 | 5,91% | 0,73 |
| Aerospace/Defense | 95 | 1,01 | 18,99% | 15,03% | 0,87 | 6,24% | 0,92 |
| Air Transport | 25 | 0,94 | 109,48% | 13,79% | 0,48 | 6,92% | 0,52 |
| Apparel | 70 | 1,15 | 21,33% | 10,29% | 0,96 | 2,99% | 0,99 |
| Auto & Truck | 26 | 1,28 | 97,56% | 4,71% | 0,66 | 8,48% | 0,72 |
| Auto Parts | 75 | 1,46 | 32,00% | 9,43% | 1,13 | 8,04% | 1,23 |
| Bank | 7 | 0,72 | 84,19% | 22,17% | 0,43 | 10,94% | 0,49 |
| Banks (Regional) | 721 | 0,58 | 72,00% | 18,00% | 0,37 | 13,80% | 0,43 |
| Beverage | 47 | 1,42 | 22,16% | 3,95% | 1,17 | 5,06% | 1,24 |
| Beverage (Alcoholic) | 19 | 1,14 | 27,56% | 10,72% | 0,91 | 1,38% | 0,93 |
| Biotechnology | 349 | 1,12 | 9,15% | 1,13% | 1,02 | 4,39% | 1,07 |
| Broadcasting | 30 | 1,53 | 48,49% | 13,21% | 1,08 | 2,31% | 1,10 |
| Brokerage & Investment Banking | 49 | 1,11 | 400,56% | 13,44% | 0,25 | 24,39% | 0,33 |
| Building Materials | 37 | 1,27 | 30,05% | 16,33% | 1,02 | 5,04% | 1,07 |
| Business & Consumer Services | 179 | 0,90 | 29,23% | 13,41% | 0,72 | 4,33% | 0,75 |
| Cable TV | 16 | 0,97 | 49,23% | 15,00% | 0,69 | 2,58% | 0,71 |
| Chemical (Basic) | 47 | 1,01 | 29,67% | 6,27% | 0,79 | 7,19% | 0,85 |
| Chemical (Diversified) | 10 | 1,42 | 33,39% | 25,03% | 1,13 | 6,82% | 1,22 |
| Chemical (Specialty) | 100 | 1,01 | 16,30% | 12,74% | 0,89 | 6,25% | 0,95 |
| Coal & Related Energy | 45 | 1,28 | 86,63% | 2,44% | 0,69 | 5,86% | 0,73 |
| Computer Services | 129 | 0,92 | 20,48% | 9,94% | 0,78 | 5,48% | 0,82 |
| Computer Software | 273 | 1,07 | 8,68% | 6,16% | 0,99 | 5,50% | 1,04 |
| Computers/Peripherals | 66 | 1,15 | 8,83% | 5,66% | 1,06 | 5,92% | 1,13 |
| Construction | 18 | 0,96 | 30,47% | 9,82% | 0,75 | 1,89% | 0,77 |
| Diversified | 20 | 0,77 | 94,47% | 12,60% | 0,42 | 2,27% | 0,43 |
| Educational Services | 40 | 1,24 | 39,03% | 11,84% | 0,92 | 11,98% | 1,04 |
| Electrical Equipment | 135 | 1,14 | 13,74% | 7,49% | 1,01 | 5,37% | 1,07 |
| Electronics | 191 | 1,02 | 16,01% | 7,52% | 0,89 | 10,69% | 1,00 |
| Electronics (Consumer & Office) | 26 | 1,37 | 40,30% | 8,97% | 1,00 | 6,97% | 1,08 |
| Engineering | 56 | 1,20 | 22,72% | 14,86% | 1,01 | 11,21% | 1,13 |
| Entertainment | 85 | 1,19 | 25,98% | 4,85% | 0,95 | 4,05% | 0,99 |
| Environmental & Waste Services | 108 | 1,13 | 43,59% | 5,02% | 0,80 | 1,42% | 0,81 |
| Farming/Agriculture | 29 | 0,79 | 41,12% | 9,01% | 0,58 | 7,63% | 0,63 |
| Financial Svcs. | 76 | 0,99 | 102,12% | 18,37% | 0,54 | 7,22% | 0,58 |
| Financial Svcs. (Non-bank & Insurance) | 17 | 1,05 | 331,47% | 9,77% | 0,26 | 7,85% | 0,29 |
| Food Processing | 97 | 0,85 | 27,92% | 14,00% | 0,69 | 3,10% | 0,71 |
| Food Wholesalers | 18 | 1,18 | 16,79% | 10,69% | 1,02 | 1,71% | 1,04 |
| Furn/Home Furnishings | 36 | 1,24 | 27,66% | 10,03% | 0,99 | 3,88% | 1,03 |
| Healthcare Equipment | 193 | 0,85 | 17,26% | 5,80% | 0,73 | 5,20% | 0,77 |
| Healthcare Facilities | 47 | 1,13 | 120,90% | 13,49% | 0,55 | 1,22% | 0,56 |
| Healthcare Products | 58 | 1,00 | 19,80% | 8,76% | 0,85 | 4,28% | 0,89 |
| Healthcare Services | 126 | 0,83 | 27,93% | 13,77% | 0,67 | 6,54% | 0,72 |
| Healthcare Information and Technology | 125 | 0,99 | 14,52% | 6,09% | 0,87 | 4,88% | 0,92 |
| Heavy Construction | 46 | 1,67 | 56,30% | 19,40% | 1,15 | 5,54% | 1,22 |
| Homebuilding | 32 | 1,71 | 56,61% | 6,68% | 1,12 | 9,15% | 1,23 |
| Hotel/Gaming | 89 | 1,27 | 52,33% | 10,48% | 0,87 | 3,84% | 0,90 |
| Household Products | 139 | 1,00 | 19,33% | 9,51% | 0,86 | 3,52% | 0,89 |
| Information Services | 71 | 0,84 | 10,63% | 17,05% | 0,77 | 3,84% | 0,81 |
| Insurance (General) | 26 | 0,92 | 46,14% | 19,19% | 0,67 | 5,04% | 0,71 |
| Insurance (Life) | 27 | 1,21 | 66,67% | 17,82% | 0,78 | 10,41% | 0,87 |
| Insurance (Prop/Cas.) | 53 | 0,76 | 34,98% | 19,42% | 0,60 | 5,47% | 0,63 |
| Internet software and services | 330 | 1,05 | 4,16% | 4,59% | 1,01 | 3,98% | 1,05 |
| Investment Co. | 65 | 0,82 | 104,40% | 6,62% | 0,41 | 11,38% | 0,47 |
| Machinery | 141 | 1,04 | 17,50% | 13,02% | 0,91 | 5,90% | 0,96 |
| Metals & Mining | 134 | 1,26 | 48,21% | 1,90% | 0,86 | 5,37% | 0,90 |

Fuente: www.damodaran.com

Anexo D: Tasas Tip Carteras BCCH (2012-2014)

**Cuadro N° 34
Tasas Tip Carteras BCCH (2012-2014)**

| Periodo | Tasas Nominales | | Tasa Reajutable UF |
|----------|-----------------|-------------|--------------------|
| | Consumo | Comerciales | Vivienda |
| ene.2012 | 28,04 | 9,39 | 4,33 |
| feb.2012 | 29,81 | 9,46 | 4,32 |
| mar.2012 | 27,97 | 9,33 | 4,29 |
| abr.2012 | 28,97 | 9,84 | 4,37 |
| may.2012 | 27,93 | 9,97 | 4,35 |
| jun.2012 | 28,01 | 9,45 | 4,30 |
| jul.2012 | 28,01 | 9,43 | 4,35 |
| ago.2012 | 27,73 | 9,64 | 4,27 |
| sep.2012 | 28,48 | 9,53 | 4,31 |
| oct.2012 | 27,43 | 9,43 | 4,34 |
| nov.2012 | 25,90 | 9,19 | 4,34 |
| dic.2012 | 25,66 | 8,94 | 4,38 |
| ene.2013 | 25,89 | 9,31 | 4,43 |
| feb.2013 | 26,69 | 9,68 | 4,52 |
| mar.2013 | 26,56 | 9,29 | 4,53 |
| abr.2013 | 25,74 | 9,22 | 4,53 |
| may.2013 | 26,62 | 9,13 | 4,51 |
| jun.2013 | 26,36 | 9,04 | 4,45 |
| jul.2013 | 26,99 | 9,22 | 4,46 |
| ago.2013 | 27,41 | 8,90 | 4,49 |
| sep.2013 | 27,46 | 9,24 | 4,37 |
| oct.2013 | 26,86 | 8,82 | 4,39 |
| nov.2013 | 26,78 | 8,89 | 4,36 |
| dic.2013 | 26,06 | 8,35 | 4,36 |
| ene.2014 | 26,41 | 8,57 | 4,32 |
| feb.2014 | 26,87 | 8,53 | 4,30 |

Fuente: Sitio Web SBIF www.sbif.cl

Bibliografía

1. Amram, M. y Kulatilaka, N. "Opciones reales". Gestión 2000, Barcelona, España, 2000.
2. Bosch, J. y Vargas, L. "Contabilidad básica". Soelco, 1993.
3. Brock, H. y Palmer, C. "Contabilidad: principios y aplicaciones". Editorial Reverté, Barcelona, España, 1987.
4. Brugger, S. "Valoración de Empresas". Disponible en <http://www.aulafacil.com>, sf.
5. Bueno, E. "Curso básico de economía de la empresa: un enfoque de organización". Pirámide, Madrid, España, 1993.
6. Clert, C. "Estrategia de alianzas". Ediciones Macchi, Segunda Edición actualizada, Buenos Aires, Argentina, 1999.
7. Copeland, T., Koller, T. y Murrin, J. "Valuation. Measuring and managing the value of companies". John Wiley & Sons, New York, 1996.
8. Edvinsson, L. y Malone, M.S. "El capital intelectual". Gestión 2000, Barcelona, España, 1999.
9. Del Sol, P. "Ganar sin competir". Aguilar chilena de Ediciones, Santiago, Chile, 2004.
10. Dornbusch, R. y Fischer, S. "Macroeconomía". Sexta edición, McGraw Hill, Madrid, España, 1994.
11. Galindo, A. "Fundamentos de valoración de empresas". Disponible en <http://www.eumed.net> , 2005.

12. Ghemawat, P. "La Estrategia en el panorama del negocio". Pearson Educación, México, 2000.
13. Gómez, G. "Más que un análisis financiero: una cuestión de razones". Disponible en <http://www.gestiopolis.com> , sf.
14. Grandío, A. "El paradigma clásico en organización de empresas". Disponible en <http://www3.uji.es/~agrandio/tesis/Te3.htm> , sf.
15. Hax, A. y Wilde, D. "El Proyecto Delta". Editorial Norma S.A., Bogotá, Colombia, 2003.
16. Larraín, F. "Macroeconomía en la práctica". Pearson Educación, Mexico, 2004.
17. Mascareñas, J. "Fusiones y adquisiciones de empresas". Tercera edición, McGraw Hill, Madrid, España, 2000.
18. Poblete, F. "Aspectos teóricos de la contabilidad de costos y producción". Impreso en el Departamento de publicaciones de la Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas de la Universidad de Chile, 1987.
19. Porter, M. "Estrategia y ventaja competitiva". Ediciones Deusto, Barcelona, España, 2006.
20. Pricewaterhousecoopers "Guía de valoración de empresas". Prentice Hall, España, 2003.
21. Rappaport, A. "La creación de valor para el accionista". Ed. Deusto, Bilbao, España, 1998.
22. Rojo, A. "Valoración de empresas y partes de empresas". Instituto de auditores-censores jurados de cuentas de España, Madrid, 1994.

23. Rojo, A. "El arrendamiento de empresas. Una alternativa estratégica para el crecimiento externo". ICAC, 1998.
24. Saieh, C., Rodríguez, D. y Opazo, M.P. "Negociación ¿Cooperar o Competir?". Aguilar chilena de Ediciones, Santiago, Chile, 2006.
25. Tarzuján, J. y Paredes, R. "Organización industrial para la estrategia empresarial". Pearson Educación S.A., 2001.
26. Van Horne, J. "Fundamentos de administración financiera". Prentice Hall, México, 1986.
27. Walsh, C. "Ratios fundamentales de gestión empresarial". Prentice Hall, Madrid, España, 2001.