

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE NICARAGUA, MANAGUA
UNAN-MANAGUA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
DEPARTAMENTO DE CONTADURÍA PÚBLICA Y FINANZAS



**SEMINARIO DE GRADUACIÓN PARA OPTAR A LA LICENCIATURA DE BANCA Y
FINANZAS**

TEMA:

FINANZAS A LARGO PLAZO

SUBTEMA:

**VALORACIÓN DE EMPRESA A TRAVÉS DEL MÉTODO DE FLUJO DE CAJA
DESCONTADO APLICADO A LA EMPRESA "TERLO S.A" DEL PERIODO 2013-
2016**

AUTORES:

BR. RUTH JENNIS TERCERO SILVA.

BR. ERNESTO JOSUÉ LÓPEZ HERNÁNDEZ.

TUTOR:

LIC. JOSÉ SALOMÓN GUTIÉRREZ VILLALOBOS

MANAGUA, ENERO DEL 2018



Seminario de Graduación Finanzas a Largo Plazo



i. Dedicatoria

Dedico este seminario de graduación primeramente a Dios, por darme la fortaleza y la sabiduría para realizarlo; a mis padres Francisco Javier Tercero y Jennis Silva por su apoyo incondicional y demostrarme su amor con sus consejos que día a día me han hecho una mejor persona y así poder lograr y culminar mi carrera.

A mis abuelos David Tercero Vanegas y Ruth Fletes Silva por estar presente durante mis estudios, por motivarme, ayudarme a perseverar demostrando que todo puede ser posible para lograr mis objetivos.

Ellos han sido muy especiales y siempre han estado conmigo en las buenas y en las malas apoyándome, aconsejándome han sido una inspiración para realizarme profesionalmente quien con su alegría me animan a seguir adelante y luchar por cumplir mis metas.

Bra. Ruth Jennis Tercero Silva



Seminario de Graduación Finanzas a Largo Plazo



i. Dedicatoria

Dedico mi trabajo de seminario de grado en primera instancia a Dios misericordioso por darme la oportunidad de llegar hasta este importante paso en la culminación de mi carrera; A mi madre Esperanza Hernández por su esfuerzo y apoyo que aun siendo madre y padre para mi lucho sola para que llegara a ser un profesional.

A mi querida señora María Elena Narváez madre de mi hijo que siempre me apoyo y ayudo desde casi el inicio de mi carrera universitaria y que estuvo conmigo para motivarme a seguir adelante más ahora por nuestro bebe; a mi hijo Emmanuel López el amor de mi vida para que tenga un ejemplo a seguir.

Le dedico este trabajo a mi tía Elena Mendoza que siempre estuvo allí ayudándome a realizar algunos de mis trabajos de clases, a toda mi familia que jamás me dieron la espalda. Quiero dedicarles también con mucho cariño a mis mamitas abuelas Bertha y María del socorro que me criaron desde pequeño inculcándome buenos valores, principios y amor al estudio y trabajo.

Br. Ernesto Josué López Hernández



Seminario de Graduación Finanzas a Largo Plazo



ii. Agradecimiento

Agradezco primeramente a Dios, nuestro padre celestial por haberme dado la dicha de vivir, regalarme sabiduría, fortaleza, paciencia y poder salir adelante y alcanzar un nuevo logro, y espero culmine con éxito y así poder seguir creciendo día a día tanto profesional y como persona.

A mis padres que han estado conmigo que me han apoyado para poder avanzar y no rendirme en momentos difíciles darme sus sabios consejos.

A mis maestros que a lo largo de nuestra carrera compartieron sus conocimientos experiencias, enseñanzas las cuales sin estas no se hubiera logrado culminar dicha carrera, y por su tiempo procurando que alcanzáramos un entendimiento completo de esta ciencia y arte.

Y a toda mi familia que de alguna u otra manera me estuvieron apoyando, a mis amigos que en el transcurso del tiempo fui conociendo, todos ellos grandes personas y los que estuvieron hasta el final, en las buenas y en las malas en este transcurso universitario, que nos sirvió para crecer profesionalmente y de igual forma crecer en valores siendo mejores personas.

Bra. Ruth Jennis Tercero Silva



Seminario de Graduación Finanzas a Largo Plazo



ii. Agradecimiento

Agradezco de mucho corazón a Dios por cuidarme, ayudarme por haberme dado la vida y salud por el estoy llegando a este logro.

A mi madre por el apoyo y amor incondicional que solo una madre puede darlo que siempre busco lo mejor para mí, como quisiera que en mi título plasmaran su nombre en ves del mío ya que por mi madre lo obtendré, todo se lo debo a ella.

A mi tutor de seminario que me guio con su conocimiento, a mis amigos que fueron unos pilares fundamentales por la lucha de nuestros sueños de llegar a ser profesionales y apoyarnos en las buenas y malas situaciones que se nos presentaron en estos cinco años.

Gracias Padre Dios celestial por que eh cumplido unas de mis metas y anhelo y por poner en mi camino a todas las personas que me ayudaron y creyeron en mí.

Br. Ernesto Josué López Hernández



Seminario de Graduación
Finanzas a Largo Plazo



iii. Valoración del docente

12 de enero del 2018

MSc. Álvaro Guido Quiroz

Director del Departamento de Contaduría Pública y Finanzas

Facultad de Ciencias Económicas

UNAN-Managua

Su despacho

Estimado Maestro Guido:

Por medio de la presente, remito a Usted los ejemplares del resumen final de Seminario de Graduación correspondiente al II Semestre 2017, con tema general ***“FINANZAS A LARGO PLAZO”*** y subtema ***« Valoración de empresa a través del método de flujo de caja descontado aplicado a la empresa “Terlo S.A “del periodo 2016-2013.»*** Presentado por los bachilleres **«RUTH JENNIS TERCERO SILVA»** con número de carné **«12206151»** y **«ERNESTO JOSUE LOPEZ HERNANDEZ»** con número de carné **«13207999»**, para optar al título de Licenciados en Banca y Finanzas.

Este trabajo reúne los requisitos establecidos para resumen final de Seminario de Graduación que especifica el Reglamento de la UNAN-Managua.

Esperando la fecha de defensa final, me suscribo deseándole éxito en sus labores cotidianas.

Cordialmente,

Lic. José Salomón Gutiérrez Villalobos
Docente del Departamento de Contaduría Pública y Finanzas
Tutor de Seminario de Graduación
UNAN-Managua



iv. Resumen

En la presente investigación realizada valoración de empresas “Terlo S.A”, a través del modelo de flujo de caja descontado. Obtuvo como objetivo general analizar la situación financiera a largo plazo de dicha empresa, para la realización del trabajo se siguió la metodología documental, donde mencionamos algunos de los aspectos más importantes de las finanzas a largo plazo.

Generalidades destacadas de las finanzas como es su concepto, su importancia, la relación que tiene con las demás ramas económicas como son la administración, la contabilidad y la economía donde ciertos

Así mismo concepto de valoración de empresas ventajas y desventajas.

Donde se usaron diferentes métodos en el que permite a la empresa constatar los resultados de esta.

Se estudiará la empresa a profundidad, puntos importantes de su historia, clientes, beneficios). Por último, se obtendrá el valor de la empresa por el modelo de flujo de caja descontado.



v. Índice

i. Dedicatoria.....	i
ii. Agradecimiento.....	ii
iii. Valoración del docente	iii
iv. Resumen.....	iii
v. Índice.....	v
I. Introducción.....	1
II. Justificación.....	3
III. Objetivos	4
3.1 Objetivo general:	4
3.2 Objetivos específicos:.....	4
IV. Desarrollo del subtema	5
4.1 Generalidades de las finanzas.....	5
4.1.1 Reseña histórica de las finanzas	5
4.1.2 Definición de finanzas	6
4.1.3 Función del gerente gerente financiero	6
4.1.3.1 Decisión de inversión.....	6
4.1.3.2 Decisión financiera	7
4.1.3.3 Decisión de administración de bienes.....	9
4.1.4 La meta de las finanzas.....	11
4.1.4.1 Maximizar las riquezas de los accionistas	11
4.1.5 Importancia de las finanzas	13
4.1.6 Tipos de finanzas	13
4.1.6.1 Finanzas personales	13
4.1.6.2 Finanzas familiares	14



Seminario de Graduación Finanzas a Largo Plazo



4.2 Metodología de valuación de empresa	16
4.2.1 Definición	16
4.2.2 Importancia de la valoración de empresas.....	17
4.2.3 Ventajas de valoración de empresas	17
4.2.4 Desventajas de valoración de empresas.....	17
4.2.5 Riesgo en la valuación de empresa.....	18
4.2.6 ¿Maximizar utilidades es un objetivo razonable?.....	18
4.2.6.1 Maximizar riquezas	19
4.2.7 Valoración de empresas a través de los modelos.....	20
4.2.8 Clasificación de los métodos	20
4.2.8.1 Método contable.....	21
4.2.8.2 Método financiero y/o flujo futuro.....	21
4.2.9 Valor en bolsa	21
4.2.10 Múltiplos de firmas similares	22
4.2.11 Flujo de caja descontado.....	22
4.2.12 Diferentes grados de dificultad.....	25
4.2.13 Diferentes resultados	26
4.2.14 El valor terminal o de mercado.....	26
4.3 Pasos para la valoración del método flujo de caja descontado.....	27
4.3.1 Definición del horizonte temporal (paso 1)	27
4.3.2 Flujos de caja libres o free cash-flow (paso 2)	27
4.3.3 Calculo de la tasa de descuento (paso 3)	29
4.3.4 Estimación del valor residual (Paso 4)	31
4.3.5 Cálculo del valor de la empresa (paso 5).....	34
V. Caso práctico	36



Seminario de Graduación Finanzas a Largo Plazo



5.1 Perfil de la empresa	36
5.2 Visión y misión	36
5.2.1 Visión.....	36
5.2.2 Misión.....	36
5.3 Objetivos estratégico	37
5.4 Valores.....	37
5.5 Organización	38
5.6 Diagnóstico del problema.....	39
VI Conclusión.....	47
VII Bibliografía.....	49
VIII Anexos.....	50



I. Introducción

La valoración de empresas juega un papel fundamental al momento de hacer alianzas, buscar aportes de capital, planear fusiones, adquisiciones y ventas. Por ello, la importancia de valorar a las empresas surge por la necesidad de información que requieren los administradores financieros, inversionistas y accionista para la toma de decisiones.

El modelo de flujos de caja descontado disponible considera que el valor de la empresa en marcha estará dado por el flujo de caja libre disponible que se espera genere en el futuro. En este trabajo se pretende encontrar evidencia estadística para analizar el valor más exacto posible de la empresa.

En esta investigación el modelo de flujo de caja descontado se aplicará para valorar la empresa Terlo S.A. El presente trabajo es importante debido a que al realizarlo este contribuirá al conocimiento de que resultados podemos conseguir de una valoración de empresas lo cual es un aporte para la ciencia financiera. La presente investigación se compone de revisión bibliográfica, metodología, desarrollo y conclusiones y recomendaciones.

Se han desarrollado numerosos estudios y métodos acerca de la valoración de las empresas, que debemos tener en cuenta al momento del análisis, el método aplicable a cualquier empresa o activo para estimar su valor consiste en calcular el valor actualizado de las rentas monetarias futuras que se prevé generará para su propietario, conocido como descuento de flujos. Modigliani (1961).

El presente trabajo estará compuesto por ocho acápite; en el primer acápite consta de las generalidades de las finanzas; en el segundo acápite justifica todo el trabajo a realizar de acuerdo a quienes va dirigido; el tercer acápite enumera los objetivos de aprendizaje que consolidan dicho trabajo investigativo; en el cuarto acápite esta desglosado a entender las finanzas a largo plazo y los métodos de valoración financiera.



Seminario de Graduación Finanzas a Largo Plazo



En el quinto acápite estará desarrollado por caso práctico aplicado a la empresa “Terlo S.A” en el periodo 2016-2013; sexto acápite contendrá la conclusión en la que finalizará el presente seminario de graduación; en el séptimo acápite contendrá la bibliografía consultada para futuros estudios; finalizando con el octavo acápite que son los anexos.



II. Justificación

El presente seminario de graduación fue elaborado para estudiar las finanzas a largo plazo y asimismo analizar el valor de la empresa de producción “Terlo S.A” en el periodo 2013-2016, el principal propósito de esta investigación es plantear los estudios recibidos por nuestros maestros y por nuestra formación autodidáctica durante los cinco años de estancia en la Universidad Nacional Autónoma de Nicaragua, Managua (UNAN-MANAGUA).

La investigación contenida en el seminario de graduación, les será útil a los futuros estudiantes de la Universidad Nacional Autónoma de Nicaragua, Managua como material de guía y consulta como material didáctico para sus investigaciones ya sea por la importancia del tema o por su estructura metodológica.

De tal forma que todos los estudiantes de las diferentes carreras puedan enriquecer sus conocimientos en los diferentes aspectos planteados en el presente trabajo investigativo. Es de mucho valor ya que por medio de la conclusión del presente trabajo se optará al grado de licenciatura de banca y finanzas.



III. Objetivos

3.1 Objetivo general:

Valorar mediante el método flujo de caja descontado, el valor actual de la empresa “Terlo S.A” en el periodo 2013-2016.

3.2 Objetivos específicos:

1. Explicar el origen y generalidades de las finanzas.
2. Definir conceptos teóricos de valoración de empresas.
3. Presentar los pasos para la aplicación del método flujo de caja descontado.
4. Aplicar mediante un caso práctico la valoración de la empresa “Terlo S.A” mediante el método flujo de caja descontado durante el periodo 2013-2016.



IV. Desarrollo del subtema

4.1 Generalidades de las finanzas

A continuación, se aborda las generalidades de las finanzas, esto con el fin de tener un conocimiento de su historia y los puntos básicos de la importancia de las finanzas a nivel de toma de decisiones adecuado a cada nivel de importancia dentro de la misma.

4.1.1 Reseña histórica de las finanzas

Ochoa y Saldívar (2012) afirman “Cuando las finanzas surgieron como una rama de estudio independiente, a principios de 1900, de ellas destaco el análisis relacionado con el aspecto legal de las fusiones, la formación de nuevas empresas y los diversos tipos de instrumentos que estas podían emitir para obtener capital, durante la gran depresión que ocurrió en estados unidos en la década de 1930, se puso énfasis en el estudio de las quiebras y las reorganizaciones, la liquidación de compañías y la regulación de los mercados de emisión de obligaciones y acciones.

De 1940 a 1950 se desarrolló un movimiento respecto al análisis teórico y el enfoque de la financiera se dirigió al estudio de decisiones administrativas que consideraban la selección de activos y pasivos para maximizar el valor de la empresa a favor de sus accionistas, para lo cual debía hacerse lo mismo con el valor de mercado de las acciones luego de maximizar la utilidad por acción, después en los años setenta, empezaron a estudiarse los mercados financieros.

Más tarde en los ochenta, se iniciaron los estudios acerca de la relación que existe entre el esquema de impuestos de las empresas y el de los accionistas, las imperfecciones de los mercados, surgió la teoría de la agencia y se destacó el estudio de las repercusiones de la inflación en la toma de decisiones y en las tasas de interés” (págs. 12-13).



4.1.2 Definición de finanzas

Gitman y Zutter (2012) mencionan “Las finanzas se definen como el arte y la ciencia de administrar el dinero. A nivel personal, las finanzas afectan las decisiones individuales de cuánto dinero gastar de los ingresos, cuánto ahorrar y cómo invertir los ahorros. En el contexto de una empresa, las finanzas implican el mismo tipo de decisiones: cómo incrementar el dinero de los inversionistas, como invertir el dinero para obtener una utilidad, y de qué modo conviene reinvertir las ganancias de la empresa o distribuirlas entre los inversionistas.

Las claves para tomar buenas decisiones financieras son muy similares tanto para las empresas como para los individuos; por ello, la mayoría de los estudiantes se beneficiarán a partir de la comprensión de las finanzas, sin importar la carrera que planeen seguir.

El conocimiento de las técnicas de un buen análisis financiero no solo le ayudará a tomar mejores decisiones financieras como consumidor, sino que también le ayudará a comprender las consecuencias financieras de las decisiones importantes de negocios que tomará independientemente de la carrera que usted elija” (pág. 3).

4.1.3 Función del gerente financiero

Van Horne y Wachowicz Jr. (2010) plantean “La administración financiera se ocupa de la adquisición, el financiamiento y la administración de bienes con alguna meta global en mente. Así, la función de decisión de la administración financiera puede desglosarse en tres áreas importantes: decisiones de inversión, financiamiento y administración de bienes” (pág. 2).

4.1.3.1 Decisión de inversión

Van Horne y Wachowicz, Jr. (2010) plantean “La decisión de inversión es la más importante de las tres decisiones primordiales de la compañía en cuanto a la creación de valor. Comienza con una determinación de la cantidad total de bienes necesarios para la compañía.



Seminario de Graduación Finanzas a Largo Plazo



Imagine por un momento el balance general de la compañía. Piense en la deuda y el capital de los dueños que se lista en el lado derecho del balance general. El director financiero necesita determinar la cantidad de dinero que aparece arriba de las líneas dobles en el lado izquierdo; esto es, el tamaño de la empresa.

Aun cuando este número se conoce, todavía debe decidirse la composición de los bienes. Por ejemplo, ¿qué porción de los bienes totales de la empresa debe destinarse a capital en efectivo o a inventario? Además, el lado opuesto de la inversión -la desinversión- no debe ignorarse. Es posible que los bienes que no se pueden justificar económicamente tengan que reducirse, eliminarse o reemplazarse” (págs. 2-3).

Ross, Westerfield y Jordan (2010) afirman “La primera pregunta se refiere a las inversiones de largo plazo de la empresa. El proceso de planear y administrar este tipo de inversiones se llama presupuesto de capital. En éste, el administrador financiero trata de identificar las oportunidades de inversión que para la empresa tienen un valor mayor que el costo de su adquisición.

En términos generales, esto quiere decir que el valor del flujo de efectivo generado por un activo excede al costo de dicho activo. Los tipos de oportunidades de inversión que por lo general se consideran dependen en parte de la naturaleza del negocio de la empresa.

Sin hacerle caso a la naturaleza específica de una oportunidad que se está considerando, los financieros deben preocuparse no sólo por cuánto dinero esperan recibir, sino también por cuándo esperan obtenerlo y qué tan probable es que ocurra. La evaluación del volumen, del momento oportuno y del riesgo de los futuros flujos de efectivo es la esencia del presupuesto de capital.



4.1.3.2 Decisión financiera

Van Horne y Wachowicz, Jr. (2010) mencionan “La segunda decisión importante de la compañía es la decisión financiera. Aquí el director financiero se ocupa de los componentes del lado derecho del balance. Si usted observa la combinación de financiamientos para empresas en todas las industrias, verá marcadas diferencias.

Algunas compañías tienen deudas relativamente grandes, mientras que otras casi están libres de endeudamiento. ¿El tipo de financiamiento empleado marca la diferencia? Si es así, ¿por qué? Y, en cierto sentido, ¿se puede considerar una mezcla de financiamientos como la mejor?

Por otro lado, la política de dividendos debe verse como parte integral de la decisión financiera de la compañía. La razón de pago de dividendos determina la cantidad de utilidades que puede retener la compañía. Retener una mayor cantidad de las utilidades actuales en la empresa significa que habrá menos dinero disponible para los pagos de dividendos actuales.

Por lo tanto, el valor de los dividendos pagados a los accionistas debe estar equilibrado con el costo de oportunidad de las utilidades retenidas como medio de financiamiento de capital.

Ross et al. (2010) plantean “La segunda pregunta para el administrador financiero se refiere a las formas en que la empresa obtiene y administra el financiamiento de largo plazo que necesita para respaldar sus inversiones de largo plazo. La estructura de capital (o estructura financiera) de una empresa es la mezcla específica de deuda a largo plazo y capital que utiliza la organización para financiar sus operaciones.

El administrador financiero tiene dos preocupaciones en esta área. En primer lugar, ¿cuánto debe pedir prestado la empresa? Es decir, ¿qué mezcla de deuda y capital es la mejor? La mezcla elegida afectará tanto al riesgo como al valor de la empresa. En segundo lugar, ¿cuáles son las fuentes de fondos menos costosas para la empresa?



Si se visualiza a la empresa como un pastel, entonces la estructura de capital determina cómo se rebana el pan; en otras palabras, qué porcentaje del flujo de efectivo de la empresa va a los acreedores y qué porcentaje va a los accionistas. Las empresas tienen mucha flexibilidad al elegir una estructura financiera.

La cuestión de si una estructura es mejor que otra para una empresa es la esencia del problema de la estructura de capital. Además de decidir sobre la mezcla financiera, el administrador financiero debe decidir con precisión cómo y dónde obtener el dinero.

Los gastos relacionados con la obtención de un financiamiento de largo plazo pueden ser considerables, así que se deben evaluar con sumo cuidado las diferentes posibilidades. Además, de distintas maneras, en ocasiones insólitas, las corporaciones le piden dinero prestado a una variedad de acreedores. La elección entre acreedores y tipos de préstamos es otra tarea que le corresponde al administrador financiero” (págs. 3-4).

4.1.3.3 Decisión de administración de bienes

Van Horne y Wachowicz, Jr. (2010) afirman “La tercera decisión importante de la compañía es la decisión de administración de bienes. Una vez que se adquieren los bienes y se obtiene el financiamiento adecuado, hay que administrar esos bienes de manera eficiente. El director financiero tiene a su cargo responsabilidades operativas de diferentes grados en relación con los bienes existentes.

Estas responsabilidades requieren que se ocupe más de los activos corrientes que de los activos fijos. Una gran parte de la responsabilidad de la administración de activos fijos recae en los gerentes operativos que emplean esos bienes” (pág. 3).



Seminario de Graduación Finanzas a Largo Plazo



Ross et al. (2010) abordan “La tercera pregunta es sobre la administración del capital de trabajo. El término capital de trabajo se refiere a los activos de corto plazo de una empresa, como el inventario, y a los pasivos de corto plazo, como dinero adeudado a los proveedores.

La administración del capital de trabajo es una actividad cotidiana que le garantiza a la empresa suficientes recursos para seguir adelante con sus operaciones y evitar costosas interrupciones. Esto comprende varias actividades relacionadas con el recibo y el desembolso de efectivo del negocio.

Las siguientes son algunas preguntas sobre el capital de trabajo que se deben responder:

1. ¿Qué tanto inventario y efectivo deben estar disponibles?
2. ¿Se debe vender a crédito? De ser así, ¿qué términos se ofrecerán y a quiénes se les concederá crédito?
3. ¿Cómo obtener un financiamiento necesario de corto plazo? ¿Se comprará a crédito o se pedirá dinero prestado a corto plazo para pagar en efectivo?
4. Si se pide prestado a corto plazo, ¿cómo y dónde hay que hacerlo?

Ésta es sólo una pequeña muestra de los problemas que surgen en la administración del capital de trabajo de una empresa” (pág. 4).



4.1.4 La meta de las finanzas

Van Horne y Wachowicz, Jr. (2010) plantean “La financiera eficiente requiere la existencia de algún objetivo o meta, porque los juicios sobre la eficiencia de una decisión financiera deben hacerse a la luz de algún parámetro. Aunque es posible tener varios objetivos, en este libro suponemos que la empresa debe maximizar la riqueza de los dueños actuales. Las acciones comunes dan evidencia de los propietarios de una corporación.

La riqueza de los accionistas se representa mediante el precio unitario de mercado de las acciones comunes de la empresa que, a la vez, es un reflejo de las decisiones de inversión, financiamiento y administración de los bienes de la compañía. La idea es que el éxito de una decisión de negocios debe juzgarse por el efecto que tiene en última instancia en el precio de las acciones” (pág. 3).

Ross et all. (2010) afirman “Suponga que uno se restringe a empresas que obtienen utilidades, la meta de la administración financiera es ganar dinero o añadir valor para los propietarios. Por supuesto, este propósito es un poco vago, de manera que a continuación se examinan algunas formas de formularla a fin de encontrar una definición más precisa. Esta descripción es importante porque conduce a una base objetiva para tomar decisiones financieras y evaluarlas” (pág. 7).

4.1.4.1 Maximizar la riqueza de los accionistas

Gitman y Zutter (2012) mencionan “Las finanzas nos dicen que la meta primordial de los administradores es maximizar la riqueza de los dueños de la empresa: los accionistas. La mejor y más sencilla medida de la riqueza del accionista es el precio de las acciones de la compañía, de manera que los libros de texto (incluido este) recomiendan a los administradores hacer lo necesario para incrementar el precio de las acciones de la empresa.



Un error común es que cuando las empresas se esfuerzan por hacer felices a los accionistas, lo hacen a expensas de otros participantes empresariales, como los clientes, empleados o proveedores.

No es posible que una compañía pueda enriquecer a sus accionistas si sus clientes están descontentos con sus productos, sus empleados están buscando trabajo en otras empresas, o sus proveedores se resisten a suministrar materias primas; una compañía así probablemente tendrá menos utilidades en el largo plazo que una organización que administra mejor sus relaciones con estos participantes empresariales.

Por lo tanto, sostenemos que la meta de la empresa, y también la de los administradores, debe ser maximizar la riqueza de los propietarios para quienes se trabaja, o lo que es lo mismo, maximizar el precio de las acciones. Esta meta se traduce en una sencilla regla de decisión para los administradores: tan solo emprenda actividades que incrementen el precio de las acciones.

Si bien esta meta parece sencilla, su implementación no siempre es fácil. Para determinar si una operación particular aumentará o disminuirá el precio de las acciones de la empresa, los administradores tienen que evaluar el rendimiento (flujo neto de entrada de efectivo contra flujo de salida) de la operación y el riesgo asociado que puede existir.

Proceso de la maximización del precio de las acciones

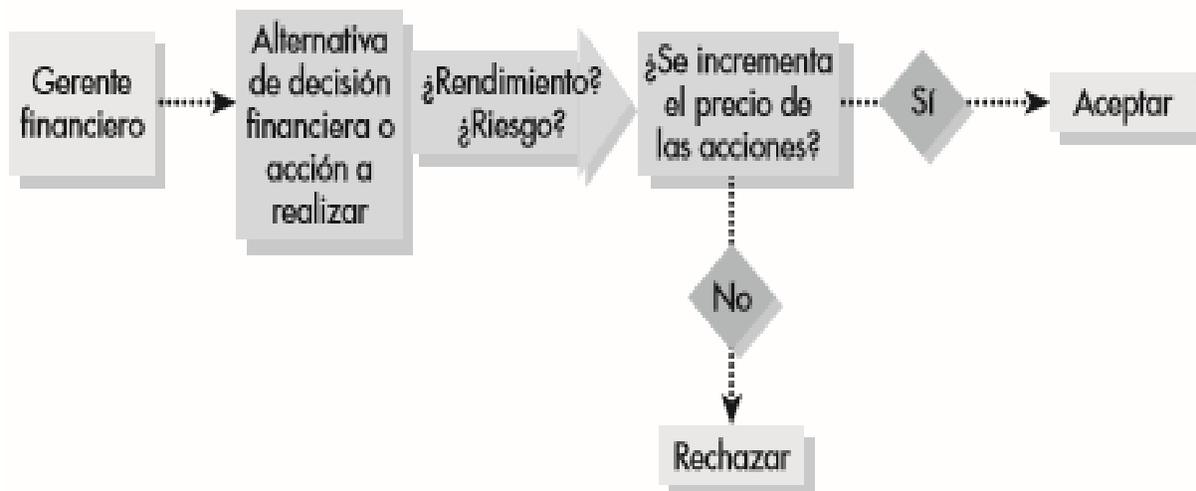


Figura 4.1 Fuente: (Gitman y Zutter, 2012, pág. 9)



4.1.5 Importancia de las finanzas

Escobar y Espinoza (2016) afirman “Las finanzas son el elixir que ayuda en la formación de nuevas empresas y que les permite aprovechar las oportunidades para crecer, emplear mano de obra local y a su vez apoyar a otras empresas y al gobierno local, estatal y federal a través de la remisión de los impuestos sobre la renta.

El uso estratégico de los instrumentos financieros, como préstamos e inversiones, es clave para el éxito de cualquier negocio. Las tendencias financieras también definen el estado de la economía a nivel global, de manera que los bancos centrales puedan planificar las políticas monetarias” (pág. 4).

4.1.6 Tipos de finanzas

Tu tasa (2015). ¿De qué hablamos cuando hablamos de finanzas? Podemos estar refiriéndonos a distintas cosas, y esto puede generar confusión. Le contaremos acerca de los diferentes tipos y que ámbitos abarcan

4.1.6.1 Finanzas personales

Tu tasa (2015) afirman “Es la relación que usted tiene con su entorno y el dinero. Incluye la organización, administración y gestión de los gastos, ingresos, inversiones y planificación en un periodo de tiempo, sin olvidar cualquier acontecimiento que pueda afectar su vida.

Las decisiones que toma día a día, como comer fuera, el tipo de transporte que utilizará o abrir una cuenta en el banco, están directamente relacionadas con sus finanzas personales”.



4.1.6.2 Finanzas familiares

Administración, gestión y control de los gastos, ingresos e inversiones de una familia y cada uno de sus miembros como unidad. Cuando se habla de una familia se puede considerar como una microempresa, y como en toda empresa existen diferentes tipos de decisiones:

Decisiones de ahorro y de consumo: se debe tomar la decisión de qué parte del patrimonio se va a destinar a qué y a quién. Es necesaria una buena organización de los gastos para cada miembro de la familia y principalmente que parte se va a destinar al ahorro o futuros planes.

Decisiones de inversión: una vez que se cuenta con ahorros, se debe considerar como se va a invertir el dinero de forma que todos se vean beneficiados.

Decisiones de financiamiento: en caso de necesitar dinero extra para algún plan se debe hacer un plan de cuándo y cómo se va a utilizar el dinero ajeno. Así como siempre estar conscientes de las responsabilidades que se contraen al adquirir cualquier tipo de financiamiento.
Wong C.(2015)

4.1.6.3 Finanzas corporativas

Es básicamente la forma en que las empresas tratan de generar valor y mantenerlo a través de sus recursos financieros. Se toman 3 decisiones importantes:

Decisiones de financiación: revisan las diferentes formas de conseguir fondos (que provienen de los inversores que adquieren activos financieros emitidos por la empresa) y así la empresa pueda tomar una decisión de dónde invertir adquiriendo activos.

Decisiones de inversión: revisan los activos reales en los que la empresa debería invertir (tangibles o intangibles).



Decisiones directivas: son las decisiones que se deben tomar diariamente, las decisiones operativas de la empresa: el pago a sus empleados, la adquisición o pago de créditos, el tamaño y estudio de diferentes formas para hacer crecer a la empresa, etc. Dumrauf, G. (2010)

4.1.6.4 Finanzas publica

Se estudia el papel que juega el gobierno examinando la administración y gestión de los ingresos (obtenidos de la recaudación de impuestos a las empresas y ciudadanos) y los gastos (conocido como gasto público del gobierno) para conseguir hacer cosas como:

1. Asignación de recursos para satisfacer necesidades colectivas.
2. Una correcta distribución de la riqueza en el país.
3. Estabilidad macroeconómica.

El gobierno debe asegurarse que todas las finanzas funcionen adecuadamente, desde las personales hasta las corporativas, para mantener la estabilidad del sistema. Las finanzas públicas juegan un papel muy importante, su aplicación y técnica estabilizan el crecimiento económico del país y de las empresas para poder generar empleos justos y dignos. (Tu tasa, 2015).

4.1.6.5 Finanzas a largo plazo

Son aquellas funciones enfocadas en planear y controlar el flujo de fondos de una empresa, es decir desarrollar actividades a largo plazo para lograr que los fondos de esta se apliquen de la mejor manera posible y asimismo optimizar tanto la forma de obtener recursos financieros como el uso de los mismos durante el desarrollo de sus negocios o actividad productiva empresarial Barandiarán, (1986).



4.1.6.6 Finanzas a corto plazo

Wong Cam (s.f) determina que las finanzas están constituidas en un equilibrio de liquidez, rentabilidad y riesgo; en donde la liquidez de la empresa le permite pagar sus obligaciones a corto plazo, la rentabilidad es la que genera beneficios y el riesgo es la incertidumbre de poder ganar o perder por consiguiente, si la inversión de un proyecto que genera rentabilidad es excesivamente riesgosa y no permite pagar la deuda a corto plazo, nadie invertirá por el riesgo que corre, aunque para muchos tienen como concepto que finanzas es ganar dinero.

4.2 Metodología de valuación de empresa

4.2.1 Definición

La valoración de una empresa es un modelo para calcular un rango de valores entre los cuales se encuentra el precio de la compañía. También la podemos definir como un instrumento de evaluación de los resultados de la empresa. Sarmiento J. (2003).

El valor de una empresa es una aproximación de lo que el vendedor esperaría recibir o un comprador esperaría pagar a cambio de ese activo, y estará determinado por expectativas y factores subjetivos y objetivos. Por su parte, el precio será lo que finalmente comprador y vendedor acuerden pagar o recibir si se decidiesen a llevar a cabo la operación. En ese sentido es muy común confundir valor y precio, un error que puede frustrar operaciones muy ventajosas para empresa y accionistas, by Sala & Serra Abogados in Blog mayo (2017)

Según Sarmiento J. (2003) Existen muchos modelos de valoración de empresas, los cuales son clasificables en dos grandes grupos: los modelos contables y los modelos de rentabilidad futura. Los primeros a su vez están subdivididos en dos: los modelos basados en el balance general y los basados en múltiplos. Los modelos de rentabilidad futura se subdividen en tres: valor de mercado, flujos de caja descontados.



4.2.2 Importancia de la valoración de empresas

Zapata, (M J). La perspectiva histórica ofrece un marco apropiado para situar la valoración de empresas bajo una óptica adecuada. En sus inicios, el análisis financiero se diferencia muy poco de las técnicas contables, siendo el beneficio la piedra angular de todo planteamiento. La evolución de las finanzas empieza a volver más sofisticada la técnica de análisis, introduciendo factores correctivos de la propia contabilidad y realizando provisiones sobre el futuro.

El tema del valor de la empresa está adquiriendo cada día mayor importancia, debido a la evolución de los mercados financieros que ha llevado a una situación que exige prestar una atención creciente a lo que se podría llamar la gestión del valor.

4.2.3 Ventajas de valoración de empresas

Gómez, C.M (2007) Su realización busca la cuantificación de los elementos que constituyen el patrimonio de la compañía, su actividad, potencialidad o cualquier otra característica susceptible de ser valorada. Propietarios, accionistas, inversores, entidades financieras, compradores y agentes económicos demandan hoy en día información que haga posible la toma de decisiones.

4.2.4 Desventajas de valoración de empresas

Estay E. (2015) No consideran el futuro esperado (potencial de crecimiento). No consideran el valor del dinero en el tiempo. No consideran los flujos que se generarán a futuro. No consideran el riesgo. No consideran la tasa de costo de capital como el costo de oportunidad.

¿Para qué valorar una empresa?

1. Para venderla completa o por partes
2. Para comprarla completa o por partes



3. Para hacer alianzas
4. Para otorgar o pedir financiamiento
5. Para otorgar garantías
6. Para darla en dación en pago
7. Para sacarla a la bolsa (going public)
8. Para sacarla de la bolsa (going private)
9. Para repartir una herencia
10. Para saber cuánto vale

4.2.5 Riesgo en la valuación de empresa

Muchas veces en evaluación de empresas se toma en consideración todos estos informes las firmas calificadoras, las firmas auditoras por que se parte de que si están auditados por una firma prestigiosa esa información se está suponiendo que realmente es confiable pero aun así no se está exento de fraude. Por eso se mencionaba antes riesgo y generación de flujos importante de esas dos variables para determinar el verdadero valor del negocio. Msc. Cesar Mendoza (conferencia 2017)

4.2.6 ¿Maximizar utilidades es un objetivo razonable?

No lo es, muchas veces es contradictorio en nuestra profesión decir que no es razonable por los elementos ya antes mencionados, fracasa por varias razones:

1. 1 oportunidad de los rendimientos
2. 2 flujos de efectivos disponibles para los accionistas
3. 3 riesgos

No consideras estos tres puntos, entre otros aspectos se debe estar considerando parte en la generación de flujos de efectivos porque muy probablemente esos activos intangibles también generen, son parte de los flujos de efectivos podría ser también que incremente el factor riesgo:



reputación, imagen, patente, al incrementar esto se disminuye los flujos de efectivo el valor de la empresa se viene abajo. En ese sentido se debe tener en consideración estos aspectos. Msc. Cesar Mendoza (conferencia 2017)

4.2.6.1 Maximizar riquezas

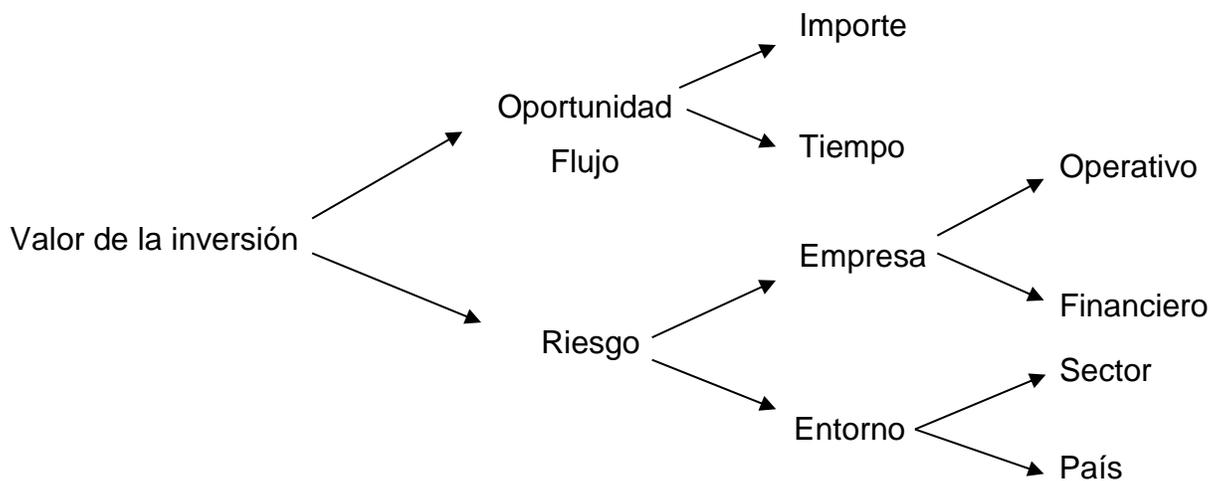
La riqueza de los propietarios corporativos se mide por el precio de la acción en el mercado, que a su vez se basa en la oportunidad de los rendimientos (flujos de efectivos), su magnitud y su riesgo, el valor de las acciones se incrementen de acuerdo al manejo gerencial adecuado y eficiente del negocio, la generación de riesgo y flujo de efectivo es lo que nos lleva a determinar el precio de nuestras acciones en el mercado. Alonso, R, A.(2007)

Acá se está tomando en consideración la oportunidad de flujo y el riesgo, los importes y el tiempo que se generan son importantes la generación del flujo por eso también debe medirse el ciclo, el ciclo operativo de la empresa es muy importante en el análisis de la evaluación de empresa porque si analizo que es muy lento la generación del flujo algo negativo puede estar pasando, y por el otro lado el riesgo de la propia empresa se resumen en particular gobierno corporativo al tener uno eficiente en un negocio se puede lograr maximizar o incrementar el valor de la empresa.

El gobierno corporativo no es como se pensaba antes que son los funcionarios que están a cargo, que son los estrategas, no, es un conjunto de recursos, técnicas, procedimiento, política, estrategias, sistema de información gerencial que permite poder lograr maximizar las riquezas en el negocio es fundamental tener un gobierno corporativo solido si se tiene uno bueno se podrá administrar, razonar adecuadamente el factor riesgo.



Determinantes del Valor



Msc. Cesar Mendoza (conferencia 2017)

4.2.7 Valoración de empresas a través de los modelos

Existen modelos razonables (y refinados) para la valoración de una empresa. En ciertas situaciones se considera el valor en bolsa de las acciones de la empresa, o el VP de los beneficios futuro de la misma como el valor de mercado de una empresa.

En los países de la región no hay un mercado bursátil dinámico, en el mercado nicaragüense es muy insipiente, en la bolsa de Nicaragua lo que se transa más generalmente son los títulos provenientes del estado hay empresas privadas hoy en día unas 7 0 8 que ya están emitiendo obligaciones, títulos de deuda. Por qué se menciona esto porque al no haber un mercado bursátil dinámico el valor de una empresa en bolsa no es fiable. Msc. Cesar Mendoza (conferencia 2017)

4.2.8 Clasificación de los métodos

Contable y financieros: esos financieros son asociados a los (flujos financieros) a los beneficios que se obtiene de las inversiones. Msc. Cesar Mendoza (conferencia 2017)



4.2.8.1 Métodos contables

1. Valor en libros
2. Valor con ajuste de activos netos
3. Valor de reposición
4. Valor de liquidación

Msc. Cesar Mendoza (conferencia 2017)

4.2.8.2 Método financiero y/o flujos futuros

Estos métodos a diferencia de los contables tienen una cuenta la capacidad de la firma de generar riqueza, de producir valor en el futuro.

1. Valor en bolsa
2. Múltiplos de firmas similares
3. Flujo de caja descontado

Con estos métodos interesa la generación de flujos de efectivos, si interesa la administración eficiente del riesgo, interesa considerar los activos intangibles, interesa considerar que allá un gobierno corporativo sólido en el negocio. Msc. Cesar Mendoza (conferencia 2017)

4.2.9 Valor en bolsa

El valor de una firma que se cotiza en bolsa es relativamente sencillo de calcular: el número de acciones en el mercado multiplicado por el precio de mercado de la acción. Este método tiene graves limitaciones puesto que, en muchos países de América Latina, el mercado bursátil no solo es muy reducido, sino muy imperfecto y los precios de las acciones no reflejan la realidad de una oferta y demanda libre, sino que en muchos casos son precios manipulados. Msc. Cesar Mendoza (conferencia 2017)



4.2.10 Múltiplos de firmas similares

Calcula el valor de la firma a partir del valor del mercado de firmas comparables, por medio de una variable similar, por ejemplo, volumen de ventas, utilidades, etcétera. Se encuentra una firma similar a la cual se le conoce el valor y ese valor se compara con un indicador de la misma firma (utilidades, ventas, etcétera). La relación valor sobre el indicador escogido servirá como múltiplo de la firma a valorar. Msc. Cesar Mendoza (conferencia 2017)

4.2.11 Flujo de caja descontado

Se basa en la capacidad de generar riquezas en el futuro que tiene la empresa. Es necesario proyectar el flujo de caja libre (FCLP), descontarlo al costo promedio de capital (WACC) y restarle el valor de los pasivos. O también calcular el flujo de caja de los inversionistas (FCA) y descontarlo a la tasa de oportunidad de los accionistas.

El más utilizado es el flujo de caja descontado, pero tienes más complejidad al utilizarlo, al aplicarlo. Este método se parte de lo que es la utilidad neta y luego se hacen una serie de ajusta de partidas que no están consideradas en el estado de resultado.

Por ejemplo la depreciación en el estado de resultado se tiene como un gasto, una salida efectivo, para este método se tiene que hacer un ajuste a la utilidad se le debe de sumar, la amortización de bienes diferidos inversiones diferidas de igual manera la variación de la inversión del capital en trabajo se debe considerar en ese flujo también los prestamos adquiridos durante el horizonte de tiempo debe considerarse allí, el pago de los préstamos al principal ya que no están considerado en el estado de resultado, el valor terminal de ciertos activos debe considerarse en ese flujo descontado.

La complejidad que esos flujos descontados que están planteados acá se deben de traer a valor presente a una tasa de descuento determinada, cada inversionista, cada empresa debe de



Seminario de Graduación Finanzas a Largo Plazo



tener una tasa de descuento para evaluar su inversión ese valor numérico no es fácil de calcular, se puede hacer a través de la estructura financiera de los pasivos de las fuentes de financiamiento.

Normalmente se evalúan o valoran y los descuentan los flujos en base al de costos de capital promedio ponderado el problema es que cuando se considera solo el CCPP no se considera el factor riesgo al descontar los flujos, esa es una forma de poder utilizar este método que se proyecta a futuro pero luego se tiene que traer a valor presente para saber el valor del negocio, el asunto acá está en saber cuál es razonablemente la tasa de descuento que debo utilizar en esa inversión. Msc. Cesar Mendoza (conferencia 2017)

Cuando se está evaluando una empresa no se puede evaluar ni a uno o dos años tiene que realmente evaluarse en un horizonte de tiempo determinado para poder emitir un juicio si realmente es viable, sostenible la empresa se tiene que analizar una serie de factores. (AECA). (2005) Valoración de Pymes.

Se mencionan dos tipos de flujos FCLP y FCA muy pocas veces los libros y en la práctica se valúa a través del flujo de caja del inversionista es decir solo el aporte que tienen los inversionistas aquí no, lo que nos interesa es valorar a la empresa en su totalidad porque estoy valuando trayendo a valor presente esos flujos futuros y cuando se traen a valor presente le deduzco sus pasivo sus obligaciones allí es el verdadero valor de la empresa, es donde se diferencia cada uno de estos flujos.

Se desarrolla el método del descuento de flujo de caja, conocido habitualmente por sus siglas DCF de su denominación de inglés Discount Cash Flow. El desarrollo del mismo, es el habitual, que puede encontrarse con mayor detalle en cualquier de los libros propuestos en la bibliografía y que en nuestro caso tiene el objetivo de recordatorio esquemático del mismo, que nos permita por un lado señalar los problemas que el tasador puede encontrar al aplicarlo a la valoración de empresas y por otro lado ver las diferentes propuestas para superar dichos inconvenientes.



Seminario de Graduación Finanzas a Largo Plazo



Este es un método conocido y aplicado en valores para todo tipo de activos y bienes que generan renta, es una técnica de modelización financiera basada en hipótesis sobre los ingresos y los gastos futuros que genera el bien o la empresa. Al tratarse de una metodología de valuación aceptada dentro del enfoque de rentas, el análisis DFC implica la proyección de una serie de flujos de caja periódicos que genera una propiedad operativa, una propiedad en desarrollo, o una empresa.

A esta serie de flujos de caja proyectados se le aplica una tasa de descuento apropiada basada en el mercado y así se consigue un indicador del valor actual del flujo de ingresos asociados a una propiedad o empresa. En el caso de propiedades inmobiliarias operativas, los flujos de caja periódicos normalmente se estiman como las rentas brutas deduciendo tanto las pérdidas por ausencia de inquilinos e impagos como los gastos operativos. Después se descuenta la serie de ingresos medios operativos junto a la estimación del valor de reversión o terminal, que se daría al final del periodo proyectado y que ahora se anticipa.

En el caso de propiedades en desarrollo, se han estimado los gastos de constitución, de desarrollo y los ingresos por ventas futuras, para obtener una serie de flujos de caja netos que se descuenten a lo largo del periodo de desarrollo y comercialización. En el caso de empresas, se descuentan las estimaciones de flujos de caja periódicos y del valor de la empresa al final del periodo proyectado. Las aplicaciones del análisis DFC más comúnmente utilizadas son la tasa interna de Rendimiento (TIR) y el valor actual (VAN).

Después de esta extensa exposición podemos precisar que el valor de un bien económico es igual al valor actual de la suma de rentas futuras que el bien puede generar para su propietario, y en el caso de la valoración de empresas el valor de una empresa es igual al valor actual neto de los flujos de caja libres que dicha empresa puede generar en el futuro. Msc. Cesar Mendoza (conferencia 2017)



La fórmula general de cálculo es:

$$VA = \sum_{i=1}^n \frac{FC}{(1+k)^i} + \frac{VR}{(1+k)^{n+1}}$$

FC= Flujo de caja

i = Periodo de tiempo en el que se produce el flujo de caja

n = N.º de periodos de tiempo que se espera que generen flujos de caja

k = coste medio ponderado del capital

VR = Valor Residual

Su aplicación práctica se realiza mediante los siguientes pasos:

1. Definición del horizonte temporal
2. Determinación de los flujos de caja libres o free Cash-flow
3. Calculo de la tasa de descuento
4. Estimación del valor residual
5. Cálculo del valor de la empresa

Msc. Cesar Mendoza (conferencia 2017)

4.2.12 Diferentes grados de dificultad

1. Uso de información cuantitativa y cualitativa
2. Buena medición del rendimiento económico
3. Flexibilidad para determinar rango de valores
4. Adaptabilidad
5. Aporte a proceso de negociación
6. Complejidad conceptual
7. Aceptación en el medio
8. Rapidez
9. Necesidad de experiencia de evaluadores
10. Exigencia de equipos de computo



4.2.13 Diferentes resultados

¿Qué se debe considerar como el valor de la empresa? Se trata de valorar la firma porque alguien está interesado en comprarla; de modo que adquiere los derechos sobre los flujos futuros que va a recibir. Se trata, entonces, de determinar cuál es ese valor o precio que el comprador asigna hoy a esos flujos futuros, y eso es el VP. Msc. Cesar Mendoza (conferencia 2017)

4.2.14 El valor terminal o de mercado

En cualquiera de los dos métodos anteriores es necesario calcular el valor al final del periodo de análisis. Este valor debe ser el valor presente de todos los flujos futuros hasta el infinito (las firmas se crean para que duren toda la vida).

El flujo descontado se parte de lo que es la utilidad neta, a la utilidad neta se les hace cierto ajuste se suma la depreciación, amortización diferida, mas meno variaciones en el capital del trabajo, si se está proyectando a 5 o 10 años el capital del trabajo no es estático en una empresa, al inicio se empieza con un determinado monto en capital del trabajo pero en el siguiente periodo se tiene un más meno en el capital del trabajo puede ser que se incrementó o invirtió en el capital de trabajo. Msc. Cesar Mendoza (conferencia 2017)

Todo aquel bien que al final del periodo se realiza se tiene que dar entrada como efectivo se debe centrar que se está midiendo desde el punto de vista de generación de flujos de efectivo por eso esta parte del valor terminal del cualquiera de los dos métodos anteriores es necesario calcular el valor final del periodo de análisis este valor debe ser el valor presente de todos los flujos futuros muchas veces no se considera eso, por ejemplo al final del horizonte del cual se está valuando se debe considerar el retorno del valor de la inversión. Cervello R (2011)



4.3 Pasos para la valoración del método flujo de caja descontado

Bellver, Cayo Araya y Cevallos Varela (2016) El método de flujo de caja, conocido habitualmente por sus siglas DCF de su denominación de inglés Discount Cash Flow,, es un método conocido y aplicado en valoración para todo tipo de activos y bienes que generan renta.

4.3.1 Definición del horizonte temporal (paso 1)

Dependiendo del tipo de empresa que se valore y de su estado de desarrollo se podrá fijar un horizonte más o menos lejano en el tiempo.

La proyección de resultados y la fijación de un horizonte temporal cercano. Negocios incipientes con generación de fondos en aumento, que quizás no han llegado todavía al umbral de rentabilidad, necesitan un horizonte más lejano donde se apunte una fase de mayor rentabilidad.

De cualquier forma, no se deben suponer horizontes temporales superiores a los 10 años considerando que el trabajo con horizontes entre 4 y 8 años es una práctica común.

En todos los casos al final del horizonte temporal n determinado la empresa se supone seguirá existiendo por lo que el año $n+1$ recoge a través del valor residual toda la vida futura pendiente y en principio ilimitada. Cotner, Fletcher, J. S (2009)

4.3.2 Flujos de caja libres o free cash-flow (paso 2)

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



Se calculan sumando al cash Flow los gastos financieros y restándole las inversiones realizadas en activos fijos operativos y en necesidades operativas de fondos (NOF)

$$\frac{\textit{Beneficio Neto (Resultado del Ejercicio)}}{\textit{+ Amortizaciones}}$$

CASH-FLOW

$$\frac{\textit{+ Gastos Financieros}}{\textit{- Inversión en Activos Fijos Operativos}} \\ \textit{- Inversión en NOF}$$

Los activos fijos operativos de la empresa son los que se espera usar mas de un año (terrenos y edificios, instalaciones, maquinarias, etc) y las inversiones financieras a largo plazo

Las Necesidades Operativas de Fondo (NOF) son caja + clientes + Existencias – Proveedores.

En los estados contables de la empresas, puede encontrarse la informacion necesaria para calcular los FCL pero siempre de los años pasados , pero no siempre podemos esperar. Que los futuros, aquellos que necesitamos conocer, sean igual o parecidos a los de años anteriores. Valoración de empresa 2da edición (2016)

Aunque hay otros flujos de Caja (Flujos de Fondos disponibles para la deuda, flujo de fondos disponibles para los accionistas, capital Cash-Flow) que pueden utilizarse en la obtención de un valor de empresa el flujo de caja es el que mayormente se utiliza. Fernández, Pablo (2001)



4.3.3 Calculo de la tasa de descuento (paso 3)

La tasa de descuento K para actualizar los FC libres estimados será el coste medio ponderado del capital (WACC) se calculan de la siguiente manera.

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

K = Coste medio ponderado del capital

K_d = Coste de la deuda

t = Tipo impositivo

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

K_{rp} = Coste de los recursos propios

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

Fuente: (Valoración de empresas)

El coste de la deuda K se puede encontrar en los documentos financieros de la propia empresa.

Para el coste de los recursos propios k_{rp} se puede encontrar en los documentos financieros de la propia empresa

Para el coste de los recursos propio K el procedimiento comúnmente utilizado es el cálculo mediante el modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model, Modelo de precios de los Activos de capital MPAC)



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

Siendo

K_{rp} = Tasa de descuento de los recursos propios

R_f = Tasa sin riesgo

B = coeficiente de riesgo

R_m = Rentabilidad esperada del mercado

Para la tasa sin riesgo se suele utilizar el tipo de interés de los títulos por el estado para un plazo que coincida aproximadamente con el horizonte temporal. Es habitual utilizar el tipo de interés de la deuda a 10 años

El siguiente paso es determinar los otros componentes de la prima de riesgo: coeficiente de riesgo y R_m rentabilidad esperada del mercado

El coeficiente b mide la relación existente entre el riesgo de la inversión con respecto al riesgo medio del mercado. Su significado varía con sus distintos valores. Valoración de empresa 2da edición (2016)

$B=0$, la inversión no tiene riesgo

$B=0,5$, la inversión tiene la mitad de riesgo que el mercado

$B=1$, la inversión tiene el mismo riesgo que el mercado

$B=2$, La inversión tiene el doble de riesgo que el mercado

La elección del mercado de referencia es fundamental en el sentido de que se debe ser el compuesto por las empresas comparables o similares a la a valorar y de este mercado de referencia se define su rentabilidad esperada teniendo en cuenta las rentabilidades históricas, el tipo de mercado y los datos macroeconómicos previstos. Lucia M (2013)



Conocidos los tres elementos, Coeficiente riesgo, Rentabilidad esperada del mercado y Tasa sin riesgo nos da finalmente el coste de los recursos propios

4.3.4 Estimación del valor residual (Paso 4)

Definido el horizonte temporal, los flujos de caja denominada la tasa, queda por calcular el valor residual.

Es el importe que la empresa estima que podría obtener en el momento actual por su venta u otra forma de disposición de un activo, una vez deducido los costos de venta, tomando en consideración que el activo hubiese alcanzado la antigüedad y demás condiciones que se espera que tenga el final de su vida útil.

El valor residual puede entenderse como el valor de un activo cuando ya ha dejado de ser útil, en nuestro caso de la valoración de una empresa el valor residual es el valor que tiene la empresa pasados un periodo u horizonte temporal en el que se considera los FC, pero la empresa sigue operativa y generando aunque estos puedan ser iguales o distintos a los del periodo considerado como horizonte temporal, por el ello el Valor Residual estará en función de esos FC que sea capaz de generar en el futuro.

Para el cálculo del valor residual se puede utilizar la propuesta de Gordon.

$$VR = \frac{FC_{n+1}}{(k - g)}$$

Siendo

FC_{n+1} = Flujo de cada año $n + 1$

g = Crecimiento de los flujos de caja

k = coste medio ponderado del capital



El valor residual, VR, es el valor actualizado de los FC posteriores al año n, generados por la empresa, supuestos un crecimiento g de los mismos.

El cálculo de crecimiento g de los flujos de caja es también problemática, ya que se trata de estimar el crecimiento de los FC a partir del año n. Esta tasa de crecimiento puede ser estimada a partir del comportamiento en el pasado de diferentes variables, de las cuales la más aceptada es la cifra de venta (CV), pues es la variable menos influenciadas por los criterios contable.

Para el cálculo de g utilizaremos la media geométrica, del crecimiento de la CV en un periodo determinado:

$$g = \left(\frac{CV_n}{CV_0} \right)^{\left(\frac{1}{n} \right)} - 1$$

Podemos encontrarnos con casos en que no se dispone la información correspondiente a las CV de la empresa en años anteriores. En esos casos se acude a calcular g mediante datos económicos del país, concretamente la inflación prevista (f) que es un indicativo de la subida de precios y el incremento del PIB previsto como indicador de la cantidad de producto o servicio vendido, en este caso el cálculo de g es:

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

En la práctica se tiende a que el valor residual no afecte de forma excesiva al valor final, para ello el tasador puede bien alargar el horizonte temporal o bien utilizar valores de g muy bajos o hasta incluso g = 0. Valoración de empresa 2da edición (2016)

Ejemplo:

Supongamos que el FC del año n + 1 es de 6,000 y se prevé aumentos g similares a los de las CV de los últimos 7 años.



Calculamos g a partir de las CV.

CV (2006)	CV (2013)
987.456	1.140.650

$$g = \left(\frac{CV_n}{CV_0} \right)^{\left(\frac{1}{n} \right)} - 1 = \left(\frac{1.140.650}{987.456} \right)^{\left(\frac{1}{7} \right)} - 1 = 2,08 \%$$

El valor residual (suponiendo k= 11,024%) sería:

$$VR = \frac{FC_{n+1}}{(k - g)} = \frac{6000}{(11,024 \% - 2,08 \%)} = 67084$$

Ejemplo:

Calculo de g a partir de una inflación prevista del 1.5% y un crecimiento del PIB de 2.1%.

$$g = ((1 + f) * (1 + \Delta PIB)) - 1$$
$$g = ((1 + 1,5\%) * (1 + 2,1\%)) - 1 = 3,63\%$$

El valor residual (suponiendo k= 11.024%) sería:

$$VR = \frac{FC_{n+1}}{(k - g)} = \frac{6000}{(11,024\% - 3,63\%)} = 81146$$

Valoración de empresa 2da edición (2016)



4.3.5 Cálculo del valor de la empresa (paso 5)

Conocidos todos los elementos necesarios para el cálculo del valor de una empresa, flujos de caja libres, tasa de descuento y valor residual, el paso siguiente es aplicar la formula conocida.

$$VA = \sum_{i=1}^n \frac{FC_i}{(1+K)^i} + \frac{VR}{(1+K)^{n+1}}$$

Supongamos para una empresa los FC y el VR de la tabla 1 para los próximos 10 años.
Siendo K= 7.56%

Tabla 2. Estructura de Flujo de caja y valor residual

AÑO	FC
2014	12.000
2015	12.120
2016	12.241
2017	12.364
2018	12.487
2019	12.612
2020	12.738
2021	12.866
2022	12.994
2023	13.124
VR	219.820



$$VA = \sum_{i=1}^n \frac{FC_i}{(1+K)^i} + \frac{VR}{(1+K)^{n+1}}$$

$$VA = \frac{12000}{(1+7,56\%)^1} + \dots + \frac{13124}{(1+7,56\%)^{10}} + \frac{219820}{(1+7,56\%)^{11}} = 184038$$

La aplicación de este método puede presentar algunas variantes.

1. Cuando los FC se mantienen constante dentro del periodo considerado como horizonte temporal y se considera después el VR
2. Cuando se supone que los FC crecen de una forma constante durante todo el periodo. Este modelo se conoce con el nombre de Gordon y Shapiro.
3. Cuando el crecimiento de los FC crece a una tasa durante los n años, seguido de otra serie de años que el crecimiento es menor finalmente con unos años de crecimiento cero
4. Cuando los FC se considera constante y perpetuos

En todos los casos la forma de resolverlo es la misma mediante la expresión que ya conocemos en las que se actualizan los FC y el Valor residual. Solo en el último caso puede simplificarse el cálculo ya que en él se parte de la hipótesis de que los FC son constantes y perpetuos, con lo que no hay valor residual y la expresión del cálculo queda reducida.

$$VA = \sum_{i=1}^n \frac{FC_i}{(1+K)^i} + \frac{VR}{(1+K)^{n+1}} \approx \frac{FC}{K}$$

Valoración de empresa 2da edición (2016)



V. Caso práctico

5.1 Perfil de la empresa

Terlo, S.A. es una empresa nicaragüense, innovadora, que mediante metas y proyecciones actualiza su capacidad tecnológica para cumplir la demanda de sus clientes brindándoles productos de alta calidad dentro sus unidades de negocio de plástico solido: Industrial, hogar, y agroindustrial.

5.2 Visión y misión

5.2.1 Visión

Desarrollo del liderazgo en la comercialización de productos plásticos hogar, industrial y agroindustrial.

5.2.2 Misión

1. Satisfacer las necesidades de nuestros clientes, diseñando y desarrollando artículos de plástico que cumplan con las demandas de calidad e innovación del producto, otorgando la mejor relación costo-beneficio.
2. Brindar altos estándares de calidad tanto a nuestros productos como servicios.
3. Detectar oportunamente las necesidades del mercado para renovar producto, otorgando soluciones prácticas y atractivas para el mercado.
4. Ser una empresa altamente productiva y plenamente humana sin perder compromiso con la ecología y el medio ambiente.
5. Ser líder regional en la industria de productos plásticos.



5.3 Objetivos estratégico

1. Ayudar a nuestros clientes a lograr el éxito.
2. Desarrollo Sustentable.
3. Innovación.
4. Eficiencia Operativa.
5. Gobierno Corporativo y Ética.

5.4 Valores

1. Excelencia – en la calidad.
2. Pasión – en nuestro trabajo.
3. Liderazgo – liderando con ejemplo.
4. Compromiso – en desarrollar gente con talento.
5. Perseverancia – en superarnos constantemente.
6. Compañerismo – trabajando en equipo.



5.5 Organización



Fuente: Elaboración Propia



Seminario de Graduación
Finanzas a Largo Plazo



5.6 Diagnóstico del problema

Terlo S, A
Balance general
Al 31 de diciembre del 2016
Expresado en córdobas

BALANCE GENERAL			
ACTIVO		PASIVOS	
Activo circulante		Fondos propios	9,127,627
Tesorería	78,756	Capital suscrito	1,247,512
Existencias	4,484,926	Otros fondos propios	7,880,115
Deudores	2,575,260	Pasivos fijos	2,538,849
Otros activos líquidos	901,138	Acreedores a L. P.	2,504,800
Total activo circulante	7,961,325	Otros pasivos fijos	34,049
Activo no circulante		Provisiones	-
Inmovilizado inmaterial	11,116	Pasivo líquido	3,435,996
Inmovilizado material	4,095,976	Deudas financieras	1,759,151
Otros activos fijos	3,034.06	Acreedores comerciales	1,258,292
Total activo no circulante	7,141,148	Otros pasivos líquidos	418,553
Total activo	15,102,472	Total pasivo y capital propio	15,102,472

Elaborado

Recibido

Autorizado



**Seminario de Graduación
Finanzas a Largo Plazo**



Terlo S, A
Estado de pérdida y ganancias
Al 31 de diciembre del 2016
Expresado en córdobas

Estado de pérdida y ganancias	
Ingresos de explotación	8,895,748
Importe neto de cifra de ventas	8,659,567
Consumo de mercaderías y de materias	-
Resultado bruto	-
Otros gastos de explotación	-
Resultado de explotación	286,747
Ingresos financieros	75,800
Gastos financieros	359,751
Resultado financiero	-283,951
Resultado ordinario antes de impuesto	2,796
Impuesto sobre sociedades	839
Resultado actividades ordinarias	1,957
Ingresos extraordinarios	-
Gastos extraordinarios	-
Resultados actividades extraordinaria	-
Resultado del ejercicio	1,957
Materiales	3,918,889
Gastos de personal	1,416,458
Dotaciones para amortiz. De inmovil.	149,579
Gastos financieros y gastos asimilados	232,977
Cash Flow	151,536
Valor agregado	1,801,810
BAII	286,747
BAIDA	436,326

Elaborado

Recibido

Autorizado



Seminario de Graduación
Finanzas a Largo Plazo



Terlo S, A
Balance de situación financiera
Al 31 de diciembre del 2016 (Expresado en córdobas)

Balance de situación	2016	2015	2014	2013	2012
Inmovilizado	7,141,148	6,657,391	6,394,114	6,368,998	5,425,340
Inmovilizado inmaterial	11,116	7,941	8,865	6,256	6,591
Inmovilizado material	4,095,976	4,087,099	4,067,498	4,042,025	3,639,006
Otros activos fijos	3,034.06	2,562,350	2,317,751	2,320,718	1,779,742
Activo circulante	7,961,325	8,631,873	9,246,888	10,017,401	11,124,037
Existencias	4,484,926	5,193,251	5,924,891	6,797,577	7,292,376
Deudores	2,575,260	2,552,943	2,415,581	2,233,863	3,787,542
Otros activos líquidos	901,138	885,678	906,416	985,961	44,119
Tesorería	78,756	12,340	18,179	13,705	42,651
Total activo	15,102,472	15,289,263	15,641,001	16,386,399	16,549,377
Fondos propios	9,127,627	9,129,685	8,957,139	9,279,011	9,761,557
Capital suscrito	1,247,512	1,247,512	1,247,512	1,247,512	1,247,512
Otros fondos propios	7,880,115	7,882,173	7,709,627	8,031,499	8,514,045
Pasivos fijos	2,538,849	2,286,975	2,607,538	2,036,266	1,442,191
Acreeedores a L. P.	2,504,800	2,249,523	2,568,803	1,997,942	1,418,573
Otros pasivos fijos	34,049	37,452	38,735	38,324	23,618
Provisiones	-	-			
Pasivo liquido	3,435,996	3,872,604	4,076,325	5,071,123	5,345,629
Deudas financieras	1,759,151	2,339,090	2,380,699	3,735,730	3,561,339
Acreeedores comerciales	1,258,292	1,154,876	1,023,125	756,608	1,324,645
Otros pasivos líquidos	418,553	378,638	672,501	578,785	459,645
Total pasivo y capital propio	15,102,472	15,289,263	15,641,001	16,386,399	15,549,377
Fondo de maniobra	5,801,894	6,591,318	7,317,347	8,274,832	9,755,273
Numero de empleado	51	54	45	46	46
NOF	5,880,650	6,603,658	7,335,526	8,288,537	9,797,924
Aumento NOF	-723,008	-731,868	-953,011	-1,509,387	1,223,950
Aumento inmovilizado	483,757	263,277	25,116	943,658	-114,379

Elaborado

Recibido

Autorizado



**Seminario de Graduación
Finanzas a Largo Plazo**



Terlo S, A
Estado de pérdida y ganancias
Al 31 de diciembre del 2016 (Expresado en córdobas)

Estado de pérdida y ganancias	2016	2015	2014	2013	2012	2011
Ingresos de explotación	8,895,748	9,292,818	8,378,679	8,036,040	9,451,005	8,736,779
Importe neto de cifra de ventas	8,659,567	8,958,519	8,087,846	7,735,208	9,229,070	8,518,395
Resultado Explotación	286,747	460,270	-120,054	-299,296	356,513	-1,870
Ingresos financieros	75,800	35,057	55,698	57,614	7,914	20,238
Gastos financieros	359,751	322,662	296,576	557,300	310,909	191,499
Resultado financiero	-283,951	-287,605	-240,878	-499,686	-302,995	-171,261
Resultado ante de imp	2,796	172,665	-360,932	-798,981	53,517	-173,130
Impuesto sobre sociedades	839	51,800	-108,280	-239,694	13,874	53,846
Resultado actividades ordinarias	1,957	120,866	-252,652	-559,287	39,643	-226,976
Ingresos extraordinarios	-	-	-	-	-	1,696,570
Gastos extraordinarios	-	-	-	-	-	83,095
Resultado de act. Extraordinaria	-	-	-	-	-	1,613,475
Resultado del ejercicio	1,957	120,866	-252,652	-559,287	39,643	1,386,500
Materiales	3,918,889	4,031,299	3,933,000	4,117,360	4,927,591	4,397,996
Gasto de personal	1,416,458	1,505,751	1,456,329	1,586,245	1,554,084	1,475,632
Dotaciones p/amortiz de inmovil.	149,579	133,702	135,017	153,481	129,022	143,382
Gast. Financieros y gts asimilados	232,977	184,348	180,332	313,843	272,596	156,774
Cash Flow	151,536	254,568	-117,635	-405,806	168,665	1,529,882
Valor agregado	1,801,810	1,996,467	1,410,746	1,254,588	2,009,219	3,216,134
BAII	286,747	460,270	-120,054	-299,296	356,513	-1,870
BAIIDA	436,326	593,972	14,963	-145,815	485,535	141,512

Elaborado

Recibido

Autorizado



Seminario de Graduación Finanzas a Largo Plazo



Paso 1. Definición del Horizonte temporal

Vamos a contemplar un horizonte temporal de 4 años

Paso 2. Determinación de los Flujos de caja libres o Cash-Flow libre de las tablas del balance y pérdidas y ganancias, calculamos la media en los últimos 4 años de cash - flow libre

NOF	5,880,650	6,603,658	7,335,526	8,288,537
AUMENTO NOF	-723,008	-731,868	-953,011	-1,509,387
Aumento Inmovilizado	483,757	263,277	25,698	57,614
Ingresos Financieros	75,800	35,057	55,698	57,614
Gastos Financieros	359,751	322,662	296,576	557,300
Cash Flow	151,536	254,568	-117,635	-405,806
CASH FLOW LIBRE	674,738	1,010,764	1,051,138	659,609
PROMEDIO CASH FLOW LIBRE	849,062			

Paso 3. Calculo de la tasa de descuento

Año	2016	2015	2014	2013
Tasa deuda	20.45%	13.79%	12.46%	14.92%
promedio Tasa Deuda (4 años)	15.41%			
Estructura de Fondos				
Fondos propios	0.6043	0.5971	0.5726	0.5662
Promedio Fondos propios	0.5851			
Fondos ajenos	0.3956	0.4028	0.4273	0.4337
promedio fondos ajenos	0.4148			
Impuestos	0.3000	0.3000	0.3000	0.2999
Promedio Impuestos	30.00%			



Con la información de la tabla de rentabilidad financiera calculamos el valor beta

Rentabilidad Financiera		
Año	Terlo S, A	Mercado
2012	2.15%	11.30%
2013	-1.83%	8.40%
2014	-0.77%	10.50%
2015	3.01%	12.10%
2016	1.90%	13.03%
	Rentab. Media	11.01%
	Varianza mercado	0.00031023
	Cov	0.00025323

Calculamos beta y la prima de riesgo

$$\beta_i = \frac{\hat{\sigma}_{R_i, R_m}}{\hat{\sigma}_{R_m}^2} \frac{0.00025323}{0.00031023} = 0.8163$$

Tasa sin riesgo = 3.06% (Obligaciones del estado a 10 años)

Prima de riesgo = $\beta * (R_m - R_f) = 0.8163 * (11.07\% - 3.06\%) = 6.54\%$

K_{rp} = Costo de los recursos propios = 3.06% + 6.54% = 9.59%

Calculamos la tasa de descuento (Costo medio ponderado del capital)

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

Siendo:

K = Costo medio ponderado de capital

K_d = Costo de la deuda

t = Tasa impositiva

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



K_{rp} = Costo de los recursos propios

$$P_{rp} = \frac{\text{Neto Patrimonial}}{\text{Total Pasivo}}$$

Conocidos todos los parámetros calculamos la tasa de descuento:

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

$$K = 15.41\% * (1 - 30\%) * 0.4148 + 9.59\% * 0.5811$$

$$K = 10.09\%$$

Paso 4. Estimación del valor residual

Estimamos g a partir del crecimiento de la CV en los últimos 4 años.

$$g = \sqrt[n]{\frac{CV_{2016}}{CV_{2011}}} - 1 = \sqrt[4]{\frac{8895748}{8036040}} - 1 = 2.57\%$$

Estimamos los flujos de caja de la tabla, con la hipótesis de que crecerán cada año g .

Flujos de caja	
1	858,088.50
2	880,171.25
3	902,822.29
4	926,056.25

Calculamos el valor residual

$$V = \frac{926,056 * (1 + 2.57\%)}{10.09\% - 2.57\%} = 12,640,766$$



Paso 5. Cálculo del valor de la empresa

Calculados todos los datos aplicamos la formula conocida:

$$\text{Terlo S, A} = \frac{858,088}{(1+10.09\%)} + \frac{880,171}{(1+10.09\%)^2} + \frac{902,822}{(1+10.09\%)^3} + \frac{926,056}{(1+10.09\%)^4} + \frac{12,640,766}{1+10.09\%^5} = \text{C\$ } 10,630,492$$



VI. Conclusión

Las finanzas envuelve el manejo eficiente de los recursos de una empresa, el conocimiento y la administración de las relaciones entre el mercado de capitales y la empresa, es uno de los fundamentos más importantes de una entidad, estas son de ayuda para tomar decisiones teniendo en cuenta la planeación de sus objetivos, en ella se encuentran herramientas que son de apoyo para la organización de sus metas y asimismo realizar valoraciones de manera general y específica según los ámbitos más importantes de la entidad.

Al conocer detalladamente los métodos de evaluación, los administradores financieros estarán capacitados para ponerlos en práctica dichas herramientas utilizadas y así poder tener un mejor control de la situación financiera por la que cursa la empresa Terlo S, A a largo plazo.

La valoración de empresas mediante el método de flujos de caja descontado, en la actualidad es utilizado en todo el mundo ya que nos permite determinar el valor de la empresa, la situación financiera en la que se encuentre la empresa para futuras fusiones o venta, en el caso la empresa Terlo S. A. nos permite observar la situación patrimonial actual que mantiene.

Al aplicar cualquier método de valoración de una empresa se debe considerar que la vida de las empresas es finita, esto ayuda para fijar un horizonte temporal de estimación y calcular el valor residual que en el caso de Terlo S.A. es de C\$ 12,640,766 este valor representa el valor que la empresa tendrá después del periodo de proyección de acuerdo al crecimiento que esta presentará.

Para cada persona las empresas tienen distintos valores, pero esto no quiere decir que estén mal ya que se obtienen rangos de precios, pero no debe existir una brecha muy grande. Por esta razón se deben tener en cuenta varios factores para realizar un análisis de la valoración de empresa.

Los procedimientos más adecuados para realizar el análisis financiero es tener un énfasis de la valuación financiera en la empresa Terlo S, A correspondiente en el periodo 2013-2016,



Seminario de Graduación Finanzas a Largo Plazo



tomando en cuenta las herramientas necesarias a través de un caso práctico logrando realizar un análisis acorde a la situación financiera que estaba incurriendo la entidad, lo cual solicitaba de inmediato una valuación financiera haciendo uso de las técnicas financieras estudiadas.

Con el caso práctico de la empresa Terlo S, A se determinó el valor de la empresa, lo cual demuestra el buen manejo económico-financiero que posee la empresa pues su valor es mayor en comparación con el mercado en el que se desempeña, mostrando así que la empresa cuenta con una acertada planificación futura de sus expectativas.



VII Bibliografía

- Bellver, J. A., Cayo Araya, T., & Cevallos Varela, D. (2016). *Valoración de Empresas*. Valencia: Ardiles.
- Bellver, Jeronimo Aznar; Cayo Araya, Teodosio; Cevallos Varela, Diego;. (2016). Valoración de Empresas. En T. ., Jeronimo, *Valoración de empresas* (pág. 109). Ardiles.
- Escobar, K. Y., & Espinoza, Y. d. (2016). *Finanzas a corto plazo. Evaluación financiera en la empresa de producción Carrión-Cruz S.A. durante el periodo 2013-2014. Tesis de pregrado*. Managua: UNAN-Managua.
- Fundación del Comité de Normas Internacionales de Contabilidad. (2010). *Material de Formación sobre las NIIF para PYMES*. Londres.
- Gitman, L. J., & Zutter, C. J. (2012). *Principios de administración financiera* (12da. ed.). México: Pearson Educación.
- MBI-BOURSE. (s.f.). *Enciclopedia de la Bourse*. Obtenido de <http://www.mbi-bourse.com/encyclopedie-bourse/histoire-bourse.htm>
- Ochoa, G. A., & Saldívar, R. (2012). *Administración financiera correlacionada con las NIIF* (3ra. ed.). México: McGraw-Hill Interamericana.
- Organización Interamericana de Ciencias Económicas. (10 de 10 de 2016). *NICNIIF*. Obtenido de NICNIIF: <http://www.nicniif.org/home/iasb/estructura-del-iasb.html>
- Organización Interamericana de Ciencias Económicas. (2016 de 10 de 24). *NICNIIF*. Recuperado el 24 de 10 de 2016, de [nicniif.org](http://www.nicniif.org): <http://www.nicniif.org>
- Ramírez, H. (2012). *Guía NIIF para PYMES*. Bogotá: Kimpres Ltda.
- Ramírez, H. (2012). *Guía NIIF para PYMES*. Calí, Colombia: Kimpres Ltda.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., & Jordan, B. D. (2010). *Fundamentos de finanzas corporativas* (9ena. ed.). México: McGraw-Hill Interamericana.
- Tu tasa. (27 de noviembre de 2015). *Finanzas personales*. Recuperado el 27 de enero de 2018, de Finanzas personales: <https://tutasa.com.uy/diferentes-tipos-de-finanzas/>
- Van Horne, J. C., & Wachowicz Jr., J. M. (2010). *Fundamentos de administración financiera* (13era. ed.). México: Pearson Educación.
- Conferencia de valoración de empresa Msc. Cesar A Mendoza 2017



Anexos

VIII Anexo

Figura 1. Cesto plástico “Terlo, S.A”



Figura 2. Bancos Paa Jardin “Terlo, S.A”





Seminario de Graduación Finanzas a Largo Plazo





Seminario de Graduación Finanzas a Largo Plazo





**Seminario de Graduación
Finanzas a Largo Plazo**

