

Diagnóstico financiero y valoración bajo el método de flujo de caja descontados



Diagnóstico financiero y valoración bajo el método de flujo de caja descontados de una empresa de alimentos para animales en Antioquia, Colombia en el año 2019.

Aldair Alfonso Marmolejo Guaitotó

Corporación Universitaria Minuto de Dios

Rectoría Antioquia y Chocó

Sede / Centro Tutorial Bello (Antioquia)

Programa Administración Financiera

Noviembre de 2019

Diagnóstico financiero y valoración bajo el método de flujo de caja descontados

Diagnóstico financiero y valoración bajo el método de flujo de caja descontados de una empresa de alimentos para animales en Antioquia, Colombia en el año 2019.

Aldair Alfonso Marmolejo Guaitotó

Trabajo de Grado Presentado como requisito para optar al título de Administrador Financiero

Asesor(a)
Gina Paola González Fernández

Corporación Universitaria Minuto de Dios
Rectoría Antioquia y Chocó
Sede / Centro Tutorial Bello (Antioquia)
Programa Administración Financiera
Noviembre de 2019

Tabla de Contenido

1	RESUMEN	7
2	ABSTRACT	8
3	INTRODUCCIÓN	9
4	DESCRIPCIÓN DEL PROBLEMA	9
5	PREGUNTA DE INVESTIGACIÓN	11
5.1	PREGUNTA PRINCIPAL	11
5.2	OBJETIVOS	11
5.2.1	<i>Objetivo general.</i>	11
5.2.2	<i>Objetivos específicos.</i>	11
6	JUSTIFICACIÓN	11
7	ESTADO DEL ARTE	12
8	ANTECEDENTES DE LA INVESTIGACIÓN	12
9	MARCO TEÓRICO	17
9.1	VALORACIÓN DE EMPRESA	20
9.2	MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS.....	23
9.3	MÉTODOS DE VALORACIÓN BASADOS EN EL BALANCE.....	24
9.3.1	<i>Métodos comparativos (o basados en la cuenta de resultados).</i>	25
9.3.2	<i>Métodos basados en el fondo de comercio (mixtos good will).</i>	25
9.3.3	<i>Métodos basados en opciones reales.</i>	26
9.3.4	<i>Métodos de creación de valor.</i>	26
9.4	MÉTODO FLUJO DE CAJA DESCONTADO (FCD)	27
9.4.1	<i>Método basado en el descuento de flujos de caja.</i>	27
10	METODOLOGÍA	32
10.1	TIPO DE INVESTIGACIÓN.....	32
10.2	DEFINICIÓN DE POBLACIÓN Y MUESTRA	33
10.3	RECOLECCIÓN DE DATOS.....	33
11	HALLAZGOS Y RESULTADOS	33
11.1	ESTADO DE RESULTADOS AÑOS 2018, 2017 Y 2016.....	36
11.2	ANÁLISIS VERTICAL Y HORIZONTAL A LOS ESTADOS FINANCIEROS	37
11.3	ANÁLISIS VERTICAL Y HORIZONTAL DE BALANCE GENERAL	37
11.4	ANÁLISIS VERTICAL Y HORIZONTAL DEL ESTADO DE RESULTADOS.....	38
11.5	INDICADORES FINANCIEROS	40
11.5.1	<i>Indicador de liquidez</i>	41
11.5.2	<i>Indicador de endeudamiento</i>	42
11.5.3	<i>Indicador de actividad</i>	43
11.5.4	<i>Indicador de rentabilidad</i>	44

12	PROYECCIÓN DE ESTADOS FINANCIEROS.....	45
12.1	PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS.....	45
12.2	SUPUESTOS PARA LA PROYECCIÓN DEL BALANCE GENERAL.....	47
12.3	CONSTRUCCIÓN DEL FLUJO DE CAJA	49
12.4	VARIACIÓN DEL CAPITAL DE TRABAJO	49
13	FLUJO DE CAJA LIBRE PROYECTADO	50
13.1	VARIABLES DE APLICACIÓN FLUJO DE CAJA DESCONTADO.....	51
13.2	COSTO PROMEDIO PONDERADO DE LA DEUDA (WACC).....	54
14	FLUJO DE CAJA LIBRE DESCONTADOS	55
15	CONCLUSIÓN	57
16	RECOMENDACIONES	58
17	REFERENCIAS.....	59

Lista de tablas

Lista de tablas

TABLA 1	23
TABLA 2	29
TABLA 3	33
TABLA 4	41
TABLA 5	46
TABLA 6	47
TABLA 7	50
TABLA 8	51
TABLA 9	54
TABLA 10	55
TABLA 11	56
TABLA 12	56

Lista de figuras

Figura 1.....42

1 Resumen

Actualmente la gestión financiera y el entorno empresarial consideran utilizar instrumentos de evolución para medir los resultados de la empresa y desempeño de los administradores, destacando los instrumentos de valoración de empresa, que parte de métodos basados en modelos contables y rentabilidad futura, para estimar un valor promedio de la empresa; por esta razón el interrogante ¿cuál es el método ideal para realizar la valoración total de una empresa dedicada a elaborar alimentos concentrados para animales?.

En ese sentido, el método de flujo de caja descontado aplicado a la empresa para conocer su valor partiendo de los flujos de caja futuros de acuerdo al sector, tamaño y tipo de empresa; permite dar cuenta cuál es el método adecuado para valorar la empresa. Por tanto, abordar el método de flujos de caja descuento para efectos de la valoración dando que resulta ser objetivo, aplicable y simple cuando de predecir los flujos monetarios, evolución de resultados, estructura de capital, costos de deuda y cálculo de una tasa de descuento.

Palabras clave: valoración de empresa, flujo de caja descontado, flujo de caja libre, agroindustrial, porcicultura, estructura financiera y costo promedio ponderado de capital.

2 Abstract

Currently, financial management and the business environment consider using evolutionary instruments to measure the results of the company and the performance of the administrators, highlighting the company's valuation instruments, based on methods based on accounting models and future profitability, to estimate a value company average; For this reason, the question: what is the ideal method to perform the total assessment of a company dedicated to producing concentrated food for animals?

In that sense, the discounted cash flow method applied to the company to know its value based on future cash flows according to the sector, size and type of company; It allows to realize what is the appropriate method to value the company. Therefore, to address the method of discounted cash flows for valuation purposes given that it turns out to be objective, applicable and simple when predicting monetary flows, evolution of results, capital structure, debt costs and calculation of a discount rate .

Keywords: company valuation, discounted cash flow, free cash flow, agribusiness, pig farming, financial structure and weighted average cost of capital.

3 Introducción

Para determinar el valor de una empresa productora alimentos concentrados para animales perteneciente al sector agroindustrial, el presente trabajo emplea el método de valoración de empresa flujo de caja descontado, de acuerdo a los flujos de caja libre que esta genera en el futuro y obtener el valor presente posteriormente. Aplicar el método propiamente considera estudiar la estructura financiera, los movimientos históricos del balance general y estados de resultados con métodos comparativos como el análisis horizontal y análisis vertical de los últimos tres periodos incluyendo, los indicadores financieros: liquidez, endeudamiento, actividad y rentabilidad de la compañía. Los cuales tienen soporte en los estados financieros proyectados, presupuestos de ingresos según las ventas y ligado a los costos de ventas planificados por la empresa. Luego, los flujos de caja revelan los resultados predecibles de la empresa conforme a los flujos de caja libre proyectados a un horizonte de cinco años, además, al mostrar si los administradores buscan el objetivo financiero de maximizar el valor a la empresa.

Por último, este estudio evidencia además del valor actual de la empresa según el modelo de negocio, determina las variables de los flujos de caja libre descontados como la tasa de descuento (WACC), el costo de la deuda, el costo de patrimonio invertido y el valor residual asumiendo la continuidad del negocio a perpetuidad y así, posteriormente el valor intrínseco de la compañía.

4 Descripción del problema

Los gerentes y administradores de empresas procuran conseguir el objetivo financiero: maximizar el valor de la empresa, teniendo como propósito aumentar la inversión realizada por socios y/o dueños. Generalmente no es fácil saber si la gerencia y

la administración de una empresa trabajan en aras de maximizar el valor de la empresa y riqueza de los dueños, además, si cada decisión que toma en el presente contribuye a alcanzar el objetivo financiero. Por lo tanto, socios, inversionistas, y hasta los mismos administradores, plantean el interrogante en relación al valor de la compañía y como establecer este valor, además, cómo calcular los posibles rendimientos y riesgos por la inversión.

Lo anterior, origina que valorar empresas cobre importancia, dado que los diferentes métodos de valoración de empresa proponen distintas maneras de saber el valor de una empresa en funcionamiento, implementando herramientas para analizar la información financiera, las cuales generan un valor aproximado de la empresa según los interesados en dicho valor. Por esta razón, definir el valor a una empresa dedicada a la producción de alimentos para animales supone utilizar un método que tenga en cuenta características específicas de la empresa y el modelo de negocio de las misma; conjuntamente, el hecho de valorar la empresa genera una perspectiva confiable del negocio para futuras inversiones y negociaciones. Además, el valor en la actualidad de la empresa limita al valor en libros al cierre del último periodo (año 2018), sin estimar aspectos intangibles como: el crecimiento, marca, calidad, posicionamiento, trayectoria, experiencia, good will, know how y otros.

Incluso, la empresa no cuenta con área financiera, solo dispone del departamento contable y la gerencia administrativa encarga de otras actividades que demandan tiempo y otro tipo de gestión, además, la empresa inicio con una estructura pequeña y mantiene en crecimiento constante.

Por último, con la finalidad de valorar la empresa el método flujo de caja descontado es la principal elección, ya que corrobora el valor de la empresa según la

capacidad de generar fondos en el futuro y la liquidez de la misma en cada periodo; además el método flujo de caja descontado estima la continuidad y evolución futura de la empresa con la finalidad de obtener el valor actual de la empresa en proporción de la inversión realizada.

5 Pregunta de investigación

5.1 Pregunta principal

¿Cuál es el método ideal para realizar la valoración total de una empresa productora de alimentos concentrados para animales?

5.2 Objetivos

5.3 Objetivo general.

Aplicar el método de flujo de caja descontados a una empresa productora de alimento concentrado para animales y conocer su valor, considerando que los flujos de caja futuros de la empresa son predecibles.

5.4 Objetivos específicos.

- Conocer el valor actual que tiene la empresa de acuerdo con su modelo de negocio.
- Analizar la estructura financiera de la empresa y calcular las variables que intervienen en la aplicación del método de flujo de caja descontado.
- Realizar los flujos de cajas futuros de acuerdo con la información contable y financiera de la empresa.

6 Justificación

Este trabajo de grado tiene como fin generar el diagnóstico financiero y valoración bajo el método de flujo de caja descontados de una empresa de alimentos para animales en Antioquia, Colombia en el año 2019, considerando distintas variables para encontrar el valor de la empresa, en conformidad a los distintos motivos de los interesados en conocer el valor de la empresa según los flujos de caja que genera. Además, la bibliografía referente al tema identifica primeramente los distintos métodos de valoración y, la viabilidad técnica y metodológica que propone el método flujos de caja descontados al momento de valorar una empresa.

El método de flujos de caja descontado estima el valor intrínseco de la empresa, porque toma los datos históricos de los estados financieros los últimos tres años (2016, 2017 y 2018) y luego generar el descuento de los flujos de caja futuros esperados durante período de cinco años para encontrar el valor actual.

La valoración de la empresa bajo el método de flujo de caja descontado, facilita a la gerencia general y administrativa, socios actuales y posibles nuevos socios enterarse del valor de la empresa, diseñar estrategias de inversión, financiación y toma de decisiones con intención de alcanzar los objetivos de potenciar y crear valor al negocio.

7 Estado del arte

7.1 Antecedentes de la investigación

La bibliografía referente a métodos de valoración de empresas y flujo de caja descontado para este trabajo considera investigaciones académicas, así como casos de aplicación práctica en el entorno empresarial de mano de estudiantes, docentes y profesionales en áreas administrativas, financieras, económica y contable; los cuales propenden el alcance de objetivos y resolver el planteamiento del problema:

Jaime y Ramírez (2018) especialistas en finanzas de la Corporación Universitaria Minuto de Dios, en la investigación de trabajo de grado la “valoración de la empresa POSTOBÓN S.A. énfasis en good will” proponen que el good will no se ve reflejado en los estados financieros y es un activo intangible difícil de cuantificar, de ahí la incógnita ¿cómo determinar el good will de la empresa POSTOBÓN S.A.?

Valorar la empresa POSTOBÓN S.A. comprende de aplicar el método de flujo de caja libre y luego determinar el valor del good will de la compañía con los estados financieros de los últimos 5 años; con el fin de analizar y comparar la evolución para generar el diagnóstico financiero, calcular indicadores y posteriormente la valoración de la empresa por flujos de caja libre en valor presente de acuerdo a la proyección así obtener el valor de esta, para posteriormente compararlo frente al valor del patrimonio y obtener el valor del good will. Dar respuesta al problema planteado por los autores, por medio de los flujos de caja libre de la empresa considera: analizar indicadores de gestión, análisis vertical y horizontal al balance general, identificar la rotación de cuentas por cobrar. Así mismo, recopilar datos de los estados financieros de POSTOBÓN S.A. como las ventas, depreciación, tasa de impuestos y pasivos financieros, además, conocer el valor de continuidad, número de inversiones en activos fijos/ventas, costo de capital, margen EBITDA, y ktno/ventas correspondientes al estado de situación financiera, estado de resultados y flujo de efectivo del último año en la empresa.

Ladino (2015) propone realizar “análisis financiero de Leonisa S.A y cálculo de los métodos alternativos de valoración de empresas flujo de caja libre, valor presente ajustado (APV) y flujo de caja de los accionistas” Ladino (2015) plantea un diagnóstico financiero que analiza la estructura de capital y financiera considerando los resultados registrados en los estados financieros para aplicar el método de flujo de caja descontado.

De acuerdo con el autor, descontar los flujos de caja considera calcular el pronóstico de los flujos de liquidez futuros, el costo de capital, la tasa de descuento, la proporción existente entre la deuda y el patrimonio para financiar activos, según las expectativas de continuidad y el valor residual de la empresa. Para obtener el valor de la empresa contempla proyectar los flujos de caja futuros esperados a 5 años, donde la inflación esperada y el producto interno bruto (PIB) ajustan el crecimiento de las variables para cada año proyectado. Donde, después de descontar los flujos de caja para obtener el valor presente, y estimar la tasa de descuento (WACC) junto al costo de capital, el valor presente neto y valor de continuidad obtiene el valor de las operaciones, las inversiones permanentes y las cuentas por cobrar.

Por último, el autor manifiesta que utilizar el flujo de caja libre trae ventajas al calcular flujos de efectivo futuros para cada periodo, que proporciona estrategias que permite generación de valor, siendo más confiable y eficaz en la interpretación de factores como: crecimiento, riesgo y rentabilidad, donde las acciones y la deuda son valorados como los demás activos. Por tanto, emplear el flujo de caja libre contempla variables según las características de cada empresa e inversiones.

El trabajo de grado de Robles, Nova y Montoya (2018), presentado como requisito para obtener el título de especialista en gerencia y administración financiera de la Universidad Piloto de Colombia, enfoca en la “valoración de la compañía Safratec holdings mediante el método de flujos de caja descontados”, formular la valoración de la compañía parte que los directores planean tomar decisiones de vender el 30% de la empresa. La metodología de Robles et. al. (2018) aspira diagnosticar los estados financieros de la empresa Safratec holding, proyectando hasta 5 años los flujos de caja donde la tasa de descuento adecuada para descontar a los flujos de caja es el

promedio ponderado del capital (WACC) y así, obtener la valoración de la empresa entendiendo la capacidad de la empresa para generar flujos de efectivo en el futuro. Incluyendo la revisión histórica de la información financiera de años anteriores y el entorno macroeconómico del país y el sector para comprender la situación actual de la empresa.

Por último, la investigación de Robles et. al. (2018) Utiliza el flujo de caja descontado como método de valoración de empresa para evaluar la decisión de vender el 30% de la empresa, reflexionando sobre variables como: el entorno macroeconómico, nivel de operación, capacidad instalada, crecimiento y competitividad, pago de la deuda, liquidez y flujos generados; conformando el análisis financiero previo a la valoración y posterior cálculo del valor de la compañía.

El estudio realizado por Sáenz (2015) “valoración de la empresa Baltamar” aplicando el método de flujo de caja libre y método de valoración por múltiplos para optar al título de especialista en finanzas y negocios internacionales en la Universidad de la Sabana. Propone utilizar el flujo de caja libre e interpretar un diagnóstico financiero completo de la empresa, para comprender las condiciones de rentabilidad y riesgo del negocio, y a la vez implementar estrategias en el corto y mediano plazo para garantizar la sostenibilidad en el mercado, cuando los propietarios e inversionistas conozcan el valor actual de la empresa.

Para alcanzar el objetivo general, primero el autor comprende la propuesta de valor de la empresa. Luego, desarrolla el método de flujo de caja libre y determina el valor con información de los estados financieros básicos de la compañía, para posteriormente implementar estrategias de generación de valor del negocio. En conclusión, valorar la

empresa con la proyección de flujos de caja evidencia donde toma riesgos, destruye o genera valor.

En una última consulta, Hernández y Gualdrón (2014) en la investigación para el programa de contaduría pública de la Universidad Libre de Colombia publicado en la revista “Revista Innovando en la U”, titulado “Estudio de valoración de empresas bajo el modelo de flujo de caja descontado” plantea el interrogante: ¿cómo analizar el método de valoración de empresas, aplicando el modelo de flujo de caja descontado y analizar la valoración del patrimonio en un tiempo dado? La respuesta a esta pregunta está en considerar principalmente la información histórica del balance general, el estado de resultados y los movimientos de efectivo que cuantifican la evolución del patrimonio; donde al aplicar el método de flujo de caja descontado y calcular el flujo de caja libre histórico de cada año ajustado a una tasa de descuento, facilita el análisis del método de valoración de empresas por flujo de caja descontado.

Y adicionalmente, estudiar el modelo de flujo de caja descontado incluye: evaluar la tasa impositiva y el promedio de deuda (WACC), que aportan al análisis detallado sobre el rendimiento de los activos y las tasas de crecimiento. De acuerdo con esto los autores al examinar distintos métodos de valoración de empresas, proponen que: el flujo de caja descontado es una de las soluciones posibles al problema que presentan las empresas, ya que ayuda a conocer y valorar una empresa o activo antes de realizar negociaciones, inversiones o posibles retornos. En ese sentido, Hernández y Gualdrón (2014) sugiere que la valoración de empresas requiere: primero, recopilar información de la empresa, luego de clientes, sector, análisis estratégico y competitivo, evaluar el impacto en la toma de decisiones, y adicionalmente aplicar métodos que contribuyan al análisis de valoración.

Finalmente, la investigación concluye planteando que el flujo de caja descontado define el valor actual de la empresa tomando los flujos de caja futuros descontando la tasa de coste de capital y las proyecciones a corto, mediano y largo plazo; y de esta manera añadir la evolución histórica de las cuentas contables de la empresa, entender la valoración de empresa, el contexto y objetividad de la evaluación al contemplar políticas, flujo de caja y la estructura financiera de la empresa.

8 Marco teórico

Las primeras empresas en iniciarse en la industria de alimentos balanceados para animales en Colombia, según Espinal (citado en García, 2008) comenzaron el “desarrollado desde la década de los 50, época en la cual se inauguraron las primeras plantas en el país, Solla en 1948, Finca en 1953 y Purina en 1957” (p. 5). Así mismo, según la entidad LegisComex especializada en comercio exterior, afirma que:

El sector de alimentos balanceados en Colombia, se ha convertido en una actividad intermedia entre la agroindustria y la actividad pecuaria, en donde se transforma materias primas de origen agrícola como maíz, yuca y azúcar en alimentos que permitirán alimentar los animales y de esta manera producir bienes como carne, pollo y leche; la importancia de este sector ha sido creciente (LegisComex, 2017, pp. 3-4).

De otro lado, las principales productoras de alimentos concentrados para animales utilizan modelos de negocios segmentados y unidades estratégicas de negocios, orientadas a satisfacer las necesidades específicas de una variedad clientes, que van desde alimentos para animales al por mayor, un amplio portafolio de productos diversificados bajo distintas marcas como líneas de pollo de engorde, postura, porcicultura, ganadería, acuicultura, equinos y cunicultura, incluyendo mascotas: caninos y felinos. En ese sentido este sector en Colombia, según el diagnóstico

sectorial realizado por el Grupo de Investigación en Perdurabilidad Empresarial (GIPE) en 2011 de la Universidad del Rosario, es característico en el sector “la imitación, por parte de las empresas, de actividades similares y reflexiones estratégicas parecidas” (Rivera, León g., y Arévalo, 2011, 15). Donde los datos permiten concluir que la empresa Solla principal e importante del sector, seguida de Finca, Cipa y Contegral. Además, según LegisComex (2017) para el periodo comprendido entre julio y diciembre del 2016, Contegral S.A es el principal importador al tener una participación el 27,56% de las ventas, seguido por Solla S.A con el 18,73%; Italcol S.A con el 17,41%; Italcol de occidente S.A con 10,32% y Alimentos Finca S.A.S con 9,45%.

De acuerdo con Rivera, et al. (2011) “En cuanto al nivel de imitación, se observa cómo Solla sirve de referente para los competidores, al generar grados de investigación y desarrollo de gran nivel con sus granjas experimentales, logrando así jalonar el desarrollo sostenido del sector; Contegral realiza ciertas imitaciones de su principal competidor, Solla, brindando nuevas opciones de mercado a nuevos segmentos, con estrategias comerciales y nutricionales que se acomodan al presupuesto de sus clientes” (p. 17).

Las principales empresas del sector propenden la creación de alianzas estratégicas para concentrarse en grupos empresariales, clúster, holding, filiales, subsidiarias e incluso franquicias; con diferentes plantas, centros regionales de distribución y comercializadoras.

Por lo anterior valorar la empresa bajo el método flujo caja descontado para conocer la posición dentro del sector, tiene como objetivo “definir el valor de la empresa o de los activos como el valor actualizado de los resultados potenciales que generarán” de acuerdo (Galindo, 2005, p. 27). En ese mismo sentido, Galindo (2005) afirma que “la empresa puede tener entre sus objetivos mantener o conseguir un determinado valor o bien otros objetivos que, de

forma indirecta, determinen el precio de la empresa” (p. 10), lo cual debe ser considerado por administradores en negociaciones e inversión a futuro en el corto y medio plazo.

La valoración a la empresa destaca el tipo y modelo de negocio, donde los hallazgos permiten orientar estrategias de inversión y apalancamiento ya que, en relación con esto Fernández (2018) plantea que a través de la valoración de es posible identificar:

Operaciones de compraventa, valor de empresas cotizadas en bolsa, jerarquización de los impulsores de valor (value drivers), decisiones estratégicas sobre la continuidad del negocio, planificación estratégica, además la valoración se puede emplear para otros fines como procesos de arbitraje y pleitos, salidas a bolsa, herencias y testamentos, y estructurarlos sistemas de remuneración de creación de valor (pp. 2-3).

De igual manera, realizar la valoración identifica de manera adelantada las ventajas para una negociación, de acuerdo con lo anterior Sequeda (2014) escribe:

La valoración de una empresa es una herramienta financiera que se utiliza en ciertas oportunidades de negocio de gran importancia para los accionistas, tales como la venta parcial de las acciones o la venta de compañía, las fusiones, y para conocer o comprobar el valor de la firma en el mercado, si es que esta cotiza (p. 12).

Sin embargo, la valoración de empresas tiene criterios y objetivos particulares según quien realiza o interesados en la valoración y valor de la empresa. En ese sentido, Álvarez, García y Borraez (2006) afirman que “el valoraría de acuerdo a las percepciones o las razones de los interesados, la información, el sector, el contexto y el método empleado, entre otros debido a la transferencia implícita de valor” (p. 63).

Por lo tanto, la valoración combina elementos tanto técnicos, tipo de negocio y negociación los cuales tienen relación con el análisis sectorial, contexto nacional y el ámbito internacional y, además, los riesgos: operativos, legales y financieros. También la perspectiva de Álvarez, et al. (2006) propone:

Considerar algunos aspectos importantes en el contexto de una economía globalizada donde las inversiones internacionales están cada vez más presentes en la creación de valor de una empresa, tales como: los posibles riesgos específicos asociados a la valoración (como los riesgos del tipo de cambio y riesgos del país - políticos-, entre otros), la influencia en la valoración de posibles acciones fiscales y/o limitaciones al movimiento de flujos de tesorería (en caso de que sí se produzcan) y clasificar la naturaleza de sus activos: tangibles o intangibles” (p. 63).

8.1 Valoración de empresa

Antes de aplicar propiamente el método de valoración de empresa es necesario definir que es valoración de empresa, cuáles son los fines y métodos para calcular el valor de una empresa. Con respecto a la definición de valoración de empresas y los métodos de valoración, según Fernández (2008), valorar una empresa:

Es un ejercicio de sentido común que requiere unos pocos conocimientos técnicos y mejora con la experiencia. Ambos (sentido común y conocimientos técnicos) para no perder de vista: ¿qué se está haciendo?, ¿por qué se está haciendo la valoración de determinada manera? y ¿para qué y para quien se está haciendo la valoración? (p. 1).

La anterior afirmación propone que en la práctica suele confundirse precio, valor y valoración, donde los conceptos por definición están relacionados sin embargo son diferentes, de

esta manera “el valor no debe confundirse con el precio, que es la cantidad a la que el vendedor y comprador acuerdan realizar una operación de compraventa de una empresa” (Fernández, 2008, p. 2). Donde, precio y valor constituyen a un dato real mientras que la valoración es subjetiva y no tangible. Además, afirma Fernández (2008) que “una empresa también puede tener distinto valor para diferentes compradores por diferentes razones: distintas percepciones sobre el futuro del sector y de la empresa, distintas estrategias, economías de escala, economías de complementariedad” (p. 2). Ya que valorar una empresa comprende distintos métodos y variables, generando que una misma empresa presente distintos valores según el método aplicado y las variables que intervienen en la valoración. En referencia a la percepción de valor Vidarte (2018) manifiesta:

El valor de la empresa es algo subjetivo y una posibilidad, mientras que el precio es una realidad. Luego, el precio de una empresa se halla normalmente muy por encima de su valor si llega a llamar la atención de varios compradores (p. 105).

Por tanto, la valoración estima el valor que de ningún modo será preciso, es decir que el valor “dependerá de la situación de la empresa, del momento de la transacción y del método utilizado” (Vidarte, 2018, p. 105).

Valorar empresa supone partir de información e interpretación de datos contables, aplicar matemáticas financieras, conocer estrategias del negocio y cómo se comporta el sector, Parra (2014) propone refiriéndose a la valoración de empresas como “un proceso dinámico en el que resulta fundamental conocer en profundidad sobre las características relevantes del negocio, con el fin de proyectar los flujos de fondos futuros adecuados para cumplir con las obligaciones y los objetivos económicos” (p. 8). Donde la manera más rápida de obtener la liquidez de la empresa es a partir de los flujos de caja generados. Al respecto Parra (2014) señala “al aplicar este proceso se parte del diagnóstico inicial y posteriormente una simulación completa de los estados

financieros y los presupuestos de la compañía” (p. 8). Así, las proyecciones del balance general y estado de resultados de manera integrada hacen ver el impacto en los cambios de la estructura financiera en la empresa.

A propósito, “para el proceso de valoración de empresas se pueden utilizar muchos métodos, dependiendo del sujeto que valora y la finalidad con que lo hace” (Galindo, 2005, p. 16). Por lo que durante la valoración la información obtenida debe ser objetiva y clara, para evitar desacuerdos y errores técnicos en la metodología aplicada. De forma Paralela Galindo (2005) propone que “antes de aplicar cualquier método de valoración hará falta cuantificar una serie de circunstancias referentes a la empresa, unas más cuantitativas que otras y muchas de ellas, además, en forma de previsión” (p. 16). De ese modo, valorar empresas considera el aspecto cualitativo de la organización y el contexto de la misma, sin dejar de lado la formulación cuantitativa en la metodología de valoración aportándole objetividad y comprobación.

A manera de conclusión, tanto Parra (2014), Fernández (2008) y Galindo (2005) coinciden en: que la información contable, financiera, de cultura organizacional y las estrategias del negocio son consideradas en la valoración de empresas; lo que conlleva a estudiar el historial de la empresa y desempeño en los últimos periodos, junto con factores económicos, políticos, socioculturales e incluir con diciones propias del sector y negocios de la empresa.

Entre tanto, el planteamiento de Vidarte (2018) y Fernández (2008) tiene relación en lo correspondiente al valor de la empresa al considerar que no es totalmente objetivo y solo corresponde a una estimación considerando un componente intangible, dado que la valorar empresas en la mayoría de ocasiones depende de los intereses de quien la realiza la valoración e interesados en la valoración; además, de circunstancias, contexto y los métodos utilizados.

En definitiva, según el planteamiento de Court (2009) cuando se trata de estimar el valor de la empresa este “puede calcularse mediante el descuento de sus flujos de caja libre a la tasa del

costo medio ponderado del capital (WACC), método que brinda el valor intrínseco de la empresa, aquel basado en las características del negocio” (p.145).Entonces, hallar el valor de una empresa incluye calcular el valor financiero con base a los movimientos contables y el valor presente de posibles ingresos generados por la empresa o pretende generar en el futuro.

8.2 Métodos de valoración de empresas

Valor de empresas incluye características como el sector, tamaño y tipo de empresa, además, considerar el método más conveniente. Por tanto, el método de valoración de tiene aplicabilidad según los intereses de dueños, socios, el negocio y los demás interesados externos e internos en conocer el valor actual de la empresa.

De esta forma Fernández (2008) destaca entre los principales métodos para valorar empresas, clasificados por grupos, de la siguiente manera:

Tabla 1

Principales métodos de valoración de empresas

PRINCIPALES METODOS DE VALORACION					
BALANCE	CUENTA DE RESULTADOS	MIXTOS (GOODWILL)	DESCUENTO DE FLUJOS	CREACION DE VALOR	OPCIONES
Valor contable	Múltiplos de:	Clásico	<i>Free cash flow</i>	EVA	Black y Scholes
Valor contable ajustado	Beneficio: PER	Unión de expertos	Cash flow acciones	Beneficio económico	Opción de invertir
Valor de liquidación	Ventas	Contables europeos	<i>Dividendos</i>	<i>Cash value added</i>	Ampliar el proyecto
Valor sustancial	Ebitda	Renta abreviada	<i>Capital cash flow</i>	CFROI	Aplazar la inversión
Activo neto real	Otros múltiplos	Otros	APV		Usos alternativos

De Métodos de valoración de empresas, (p. 1), por P. Fernández, 2008, Barcelona, España: Ediciones Deusto. Reproducido con permiso.

Una vez conocida la clasificación de los distintos métodos de valoración de empresas, el paso a seguir definir que método es el indicado de acuerdo con la empresa, según el tipo de empresa. En relación con ello, refiriéndose al método flujo de caja descontado Parra (2014) puntualiza que “es el recomendado por la teoría financiera moderna, el cual busca predecir en el

presente una corriente de los flujos monetarios de entrada y de salida durante la vida probable de la empresa o un proyecto” (p. 36). Donde a la vez estima una tasa de descuento (WACC), el valor del dinero en el tiempo y el riesgo de los flujos de caja proyectado.

De la misma manera Santandreu y Torres (2012) citados por Tovar y Muñoz (2018) recomienda que “para calcular el valor de la empresa, es más recomendable utilizar el flujo de efectivo libre descontado” (p. 146). Además, posteriormente argumenta “se llama flujo de efectivo libre descontado, porque trae a valor presente, el flujo de efectivo libre que generará la empresa, durante los años de su vida futura y se podrá repartir a los propietarios y a los acreedores” (Tovar y Muñoz, 2018, p. 146).

La valoración por el método de flujo de caja descontado tiene más aceptación, además, es utilizado con regularidad, pese a que “cuentan con inconvenientes, como el hecho de que requieren información exhaustiva para realizar las proyecciones de los flujos y estimar la tasa de descuento” (Arguedas, Arias y Martín, 2016, p. 286). La cual aplicada en conjunto con otros métodos es complemento y confirmación de la valoración.

El siguiente apartado contiene una descripción de los métodos de valoración de empresa y posteriormente detalla a profundidad acerca sobre el método de flujos de caja descontado, dicho método es implementado para la valoración en este trabajo, de manera que contribuye junto con el análisis de indicadores financieros a crear un diagnóstico de la estructura financiera de la empresa, los usos/fuentes de efectivo y la financiación.

8.2.1 Métodos de valoración basados en el balance.

Según (Arguedas et. al. 2016) estos métodos valoración “se consideran estáticos, dado que parten únicamente de los estados financieros históricos sin tener en cuenta las perspectivas a futuro de la empresa (ventas potenciales, comportamiento de los beneficios, margen de sus actividades, expectativas de competencia, etc.)” (p. 263).

8.2.2 Métodos comparativos (o basados en la cuenta de resultados).

De acuerdo Arguedaset. al. (2016), refiriéndose a los métodos comparativos de valoración de empresa:

Estos métodos tratan de calcular el valor de la empresa a partir de su cifra de ventas, de los beneficios o de otros indicadores, entre los que destacan EBITDA (beneficio antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización o también resultado bruto de explotación) y EBIT (beneficio antes de intereses e impuestos o también resultado de explotación). Se basan en la idea de aplicar un múltiplo al indicador que ha elegido previamente el valorador de forma subjetiva (pp. 265-266).

Este método presenta en su aplicación ciertos inconvenientes, para referirse acerca de las desventajas de utilizar este método en la valoración Arguedas et. al. (2016) cita a Labatut (2005) “el principal inconveniente es la subjetividad del multiplicador que se escoge tomando como referencia empresas comparables en términos de sector de actividad, tamaño, crecimiento, etc., además de la coyuntura de mercado” (p. 266). En ese sentido, para generar la valoración por múltiplos y tomar empresas comparables, es garantizar que el sector, la actividad, el tamaño y el volumen de activos sean comparables.

8.2.3 Métodos basados en el fondo de comercio (mixtos good will).

Este método tiene una combinación de distintas particularidades no tangibles de la empresa encargados de generar valor. Estos también, popularmente conocidos como fondo de comercio (good will), los cuales según Arguedaset. al. (2016):

Están constituido por elementos muy variados que tienen valor económico, como son el prestigio, las características de los productos que los hacen superiores a los

de la competencia y derivan en la fidelidad de los clientes, la situación geográfica, la cualificación de la plantilla, la capacidad de gestión de los dirigentes, la actitud favorable por parte de proveedores, bancos inversores y otros, etc (p. 271).

La valoración de empresa por métodos mixtos, parte principalmente de los activos de la empresa y, además, Arguedas et. al. (2016) “se le añadirá el importe de los beneficios futuros para calcular el valor total de la empresa” (p. 271), por lo tanto, el valor total de la empresa es la suma del valor total de activos y el fondo de comercio.

8.2.4 Métodos basados en opciones reales.

Una opción constituye el derecho a decidir acerca de realizar una operación en un determinado momento. Arguedas et. al. (2016) afirma que es un “derecho a comprar (opción CALL) o vender (opción PUT) un determinado activo (subyacente) a un precio previamente establecido (precio de ejercicio) en un momento (o durante un plazo) determinado” (p. 286). En ese sentido, Arguedas et. al. (2016) propone que las opciones reales hacen referencia a “la posibilidad (opción, no obligación) que tienen determinados proyectos o empresas para modificar sus condiciones y, por lo tanto, aumentar su valor o reducir su riesgo, con el consiguiente incremento en su potencial global de generación de valor, aumentando así su valor” (p. 286).

8.2.5 Métodos de creación de valor.

Los métodos de generación de valor suponen que la empresa obtiene beneficio real y que permiten asumir creación de valor, conforme Álvarez, et al. (2006) “la creación de valor exige a las directivas de las empresas la identificación de sus principales fuentes de generación de valor y una adecuada gestión de las mismas” (p. 76). Una vez las empresas logran identificar donde genera y crea valor, tanto operativo como financiero, y donde desarrollar la capacidad para generar fondos futuros.

En relación a los métodos de valoración de empresa, Arguedas et. al. (2016) propone que:

La aplicación de cualquier método de valoración aporta ventajas e inconvenientes, los métodos basados en el balance y en el fondo de comercio son estáticos y tienen una aplicación limitada; y los métodos basados en multiplicadores son excesivamente simplificadores y no tienen en cuenta aspectos estratégicos o coyunturales concretos de la empresa que se está valorando (p. 285).

Por lo anterior, es conveniente seleccionar el método o métodos para proporcionar una dimensión más amplia en relación con el valor de la empresa, por tanto, el método flujo de caja descontado es más completo y considera distintas variables en la valoración.

9 Método flujo de caja descontado (FCD)

Aplicar este método propone presentar la valoración de la empresa asumiendo que esta cuenta con capacidad de generación de fondos futuros, para posteriormente convertirlos a valor presente y, luego determinar el valor residual y tasa descontar, sumiendo la continuidad de la empresa a perpetuidad. En ese sentido, Court (2009) define “el flujo de fondos generado por las operaciones de la empresa, sin considerar la deuda financiera, después de impuestos” (p. 145). Además, Court (2009) enfatiza afirmando “el efectivo disponible después de haber destinado recursos para adquirir nuevo activo fijo y reponer el activo depreciado, y haber cubierto las necesidades operativas de fondos, asumiendo que no hay deuda que afrontar” (p. 145). Considerando que el flujo de fondos proviene de las operaciones, además no incluyendo el endeudamiento después de impuestos.

9.1 Método basado en el descuento de flujos de caja.

El Flujo de caja descontado, de acuerdo con Parra (2014) “permite elaborar las proyecciones financieras de la empresa, en el marco de su planeación estratégica y financiera, para un período razonable de tiempo”(p. 14). De modo que, el periodo de tiempo para generar

estas proyecciones “toman cinco años, en algunas ocasiones el horizonte puede llegar hasta diez, dependiendo del tipo de empresa” (Parra, 2014, p. 14).

Por tanto, para desarrollar esta investigación y aplicar el método de valoración de empresa por flujo de caja descontados implementado por Arguedas et.al. (2016) En el texto dirección financiera de la empresa un enfoque internacional y con apoyo en los planteamiento de Court (2009) en el texto aplicaciones para finanzas empresaria, ya que el método tiene aplicabilidad en distintos activos que generan rentabilidad y, además, contribuye a definir el horizontal temporal de valoración, construir los flujos de caja, obtener la tasa de descuento, evaluar el valor residual y por último obtener el valor de la empresa. En ese sentido, según propone Arguedas, et. al. (2016) “el valor de una empresa puede determinarse mediante el cálculo del valor actual neto de los flujos de caja (cobros-pagos) esperados en el futuro” (p. 274). De finiendo por medio de la siguiente formula el valor de la empresa:

$$V = \frac{Q_1}{(1+k_1)} + \dots + \frac{Q_i}{(1+k_1)\dots(1+k_i)} + \dots + \frac{Q_n + V_R}{(1+k_1)(1+k_2)\dots(1+k_n)}$$

$$V = \frac{Q_1}{(1+k)} + \frac{Q_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{Q_i}{(1+k)^i} + \dots + \frac{Q_n + V_R}{(1+k)^n}$$

Siendo: Q_i = flujo neto de caja (cobros-pagos) del periodo i

K_i = coste o tasa de descuento del periodo i

V_r = valor residual de la empresa en el momento n

n = horizonte temporal de la valoración.

Al considerar que k es una constante, afirma Arguedas et. al. (2016) que “cuando las condiciones durante todo el periodo de valoración no sufren cambios relevantes” (p. 264),

además Arguedas et. al. (2016) considera que “estas cuatro variables son las que deben estimarse de acuerdo a expectativas razonables de evolución en los ejercicios futuros” (p. 264).

Por otro lado, es necesario estimar los flujos de caja futuros partiendo de la situación propia de la empresa objeto de valoración, y seguidamente observar los estados financieros, para posteriormente comprender los movimientos previstos en las cuentas de la empresa, contribuyendo a determinar la capacidad que tienen esta de generar y utilizar el efectivo. Además, según Arguedas et. al. (2016) “las características del negocio, perspectivas de evolución y los planes futuros de inversión” (p. 262) es de considerar.

Así mismo, calcular las variables para el flujo de caja libre, según Arguedas et. al. (2016) se “consideran los ingresos de los ejercicios venideros y los gastos operativos (sin considerar la dotación a la amortización prevista para el ejercicio) el flujo de caja libre se obtiene, sin considerar el esquema de financiación de la empresa” (p. 278-279). Representado en la siguiente tabla:

Tabla 2

Determinación de los flujos de caja libre.

+ Ingresos - Gastos de explotación <hr/> Resultado operativo antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (EBITDA) - Amortizaciones <hr/> Resultado operativo antes de intereses e impuestos (EBIT) - Impuestos <hr/> Resultado operativo después de impuestos (BAIDT) + Amortizaciones <hr/> Flujo de caja bruto (FCB) - Necesidades operativas de fondos (NOF) - Inversión neta en activo fijo (CAPEX) <hr/> FLUJO DE CAJA LIBRE (FCL)

De Dirección financiera de la empresa un enfoque internacional, (p. 279), por R. Arguedas, R. García y J. González, 2016, Madrid, España: McGraw-Hill education. Reproducido con permiso.

El desarrollo de los flujos de caja considera la tasa de descuento Costo de Capital Promedio Ponderado (Weighted Average Cost of Capital-WACC), que para la valoración genera el promedio de los costos de los recursos invertidos en la empresa, por socios y terceros. En relación al costo de capital, de acuerdo a Court (2009) “el WACC es la tasa de descuento apropiada para el cálculo del valor de la empresa mediante el método de descuento de flujo de fondos con un riesgo que es similar al de la empresa” (p. 65).

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

Formula del costo de capital promedio ponderado WACC Arguedaset al 2016

Dónde:

d = valor de la deuda.

s = valor de los recursos propios (acciones); ke = coste de capital propio.

Kd = coste de capital ajeno.

t = tasa fiscal aplicable.

Además, según Court (2009) “este cálculo supone la estimación de una tasa de retorno exigida por los financiadores de una determinada sociedad o negocio (tanto accionistas como entidades financieras prestamistas) en relación con los fondos aportados” (p. 65), del mismo modo “involucra al cálculo de la rentabilidad exigida por los accionistas y por las entidades prestamistas” (p. 65). De la misma manera, en relación al promedio de los costos de financiación Arguedas et. al. (2016) propone:

Es importante determinar cuál será la tasa de descuento adecuada para actualizar los flujos de caja para las acciones y calcular, por tanto, el valor de los recursos propios (acciones). La tasa de descuento correspondiente es la rentabilidad exigida por los accionistas. Habitualmente se calcula utilizando el modelo de valoración de activos financieros Capital Asset Pricing Model (CAPM) (p. 277)

Expresando matemáticamente con la formula siguiente:

$$k_e = R_F + \beta (R_m - R_F)$$

Siendo:

k_e = rentabilidad exigida a los fondos propios o coste del capital-acciones.

R_F = rentabilidad libre de riesgo.

β = beta (volatilidad de las acciones de la empresa con respecto al conjunto del mercado).

R_m = rentabilidad de mercado.

$R_m - R_F$ = prima de riesgo del mercado.

Recapitulando, proponer el método de valoración de empresa a partir de los flujos de caja tiene como centro destacar el valor de la empresa incluyendo variables y factores que hacen parte del contexto de la empresa: crecimiento, rentabilidad, riesgo y tipos de interés, con la finalidad de conocer como evolución dentro de los criterios de las proyecciones, ya sea favorable o no favorable. Además, los métodos de valoración de empresas mencionados, tienen una perspectiva basada en activos, mercado, capitalización y renta, por lo tanto, la evaluación tiene objetividad siempre que la información sea suficiente, confiable y comprobable.

10 Metodología

10.1 Tipo de investigación

Para realizar la investigación, la base de información es los estados financieros al cierre de los últimos tres periodos de una empresa dedicada a producir alimentos concentrados para animales en el departamento de Antioquia. Este estudio tiene un enfoque descriptivo al contemplar las características económicas y administrativas de la empresa, considerando indicadores financieros, según propone Ortiz (2011) en análisis financiero aplicado: principios de administración financiera y de acuerdo con Prieto (2010) en análisis financiero, con la intención de comprender la estructura financiera y los flujos de las principales cuentas en los años 2016, 2017 y 2018; con la finalidad de estimar las proyecciones a los estados financieros.

De misma manera, en conjunto investigar acerca del sector productor de alimentos balanceados para animales en Colombia, buscar bibliográfica referente sobre valoración de empresa basada en flujo de caja descontado; así que, para la investigación la referencia esta comprendida por el trabajo de grado de Robles, Nova y Montoya (2018) “valoración de la compañía Safratec holdings mediante el método de flujos de caja descontados”, la investigación realizada por Jaime y Ramírez (2018) “valoración de la empresa POSTOBÓN S.A. énfasis en Good Will” y también por “estudio de valoración de empresas bajo el modelo de flujo de caja descontado” puesta en marcha por Hernández y Gualdrón (2014).

Adicionalmente, en aras de dar respuesta a la pregunta central de investigación y el problema de estudio planteado, la investigación contiene un componente cualitativo, sustentado por el proceso de valoración implementado por Court (2009) en el documento “Aplicaciones Para Finanzas Empresariales” y el método de flujo de caja descontado desarrollado por Arguedas, García y González (2016) en el libro “Dirección Financiera De La Empresa Un Enfoque Internacional” con apoyo de las fórmulas de matemáticas financiera para determinar las

variables y calcular el flujo de caja libre según los presupuestos de ingresos y costos de ventas, así mismo, tener en consideración la “guía metodología para valoración financiera de Pymes Colombianas utilizando flujos de efectivo” propuesta por Tovar y Muñoz (2018) para calcular los flujos de caja libre y posteriormente el valor de la compañía.

10.2 Definición de población y muestra

La investigación es representada por la empresa objeto de estudio, ubicada en el departamento de Antioquia, empresa agroindustrial perteneciente al sector de producción de alimento para animales. Donde la información suministrada por la empresa es utilizada para realizar la valoración y, además, los flujos de caja; partiendo de los estados de financieros, registros contables y movimientos financieros. Igualmente, consultar a los encargados de las áreas contables, gerencia administrativa, dirección financiera, cartera y tesorería sobre próximas decisiones y estrategias a implementar.

10.3 Recolección de datos

En el siguiente espacio presenta los estados financieros básicos de la empresa objeto de estudio correspondiente a los periodos 2016, 2017, 2018 al 31 de diciembre de cada periodo, para luego analizar los movimientos históricos de las cuantas durante cada periodo y entre periodos, para posteriormente proyectarlos y obtener los posibles flujos de caja futuro que puede generar la empresa y luego hallar su valor intrínseco.

11 Hallazgos y resultados

Tabla 3

Estados financieros años 2018, 2017 y 2016

Diagnóstico financiero y valoración bajo el método de flujo de caja descontados

	2018	2017	2016
ACTIVOS			
Activos corrientes totales	13.909.006.068	10.412.659.625	8.883.482.813
Activos no corrientes totales	29.022.928.711	28.981.145.497	21.100.026.529
TOTAL ACTIVOS	42.931.934.778	39.393.805.122	29.983.509.342
PASIVOS			
Pasivos corrientes totales	9.691.665.645	9.411.423.452	17.343.762.577
Total de pasivos no corrientes	14.466.855.025	13.155.085.144	602.957.738
TOTAL PASIVOS	24.158.520.670	22.566.508.596	17.946.720.315
PATRIMONIO			
TOTAL PATRIMONIO	18.773.414.108	16.827.296.526	12.036.789.027
TOTAL DE PASIVOS Y PATRIMONIO	42.931.934.778	39.393.805.122	29.983.509.342

Las cuentas del balance general de la empresa, registra en activos corrientes: en efectivo y equivalentes al efectivo para el año 2018 \$1.608.372.835 millones y en los años anteriores 2017 y 2016 \$644.599.315 millones y \$852.989.792 millones respectivamente; los inventarios de igual manera representan para el cierre de 2018 un valor de \$9.923.018.036 millones, en el 2017 equivalente a \$8.318.035.580 millones y para 2016 se encuentran en \$6.952.495.230 millones. Además, las cuentas de deudores comerciales, otras cuentas por cobrar, las cuentas por cobrar a partes relacionadas, activos por impuestos corrientes, otros activos financieros y otros activos no financieros; que representa en activos corrientes totales para la empresa en cada periodo corresponde a \$13.909.006.068 en 2018, \$10.412.659.625 millones para 2017 y \$8.883.482.813 millones en 2016.

Los activos no corrientes para 2018, 2017 y 2016 se conformaron de la siguiente manera las Propiedades, planta y equipo por valor de \$28.802.704.366 millones en 2018, para 2017 y 2016 por valor de \$28.760.921.152 millones y \$21.090.051.529 millones respectivamente; además Inversiones en subsidiarias se mantuvieron en \$220.224.345 millones en 2018 y para el 2017 en \$220.224.345 millones; mientras que para 2016 registraron 9.975.000 millones; presentado un total de activos no corrientes de \$29.022.928.711 millones en 2018, \$28.981.145.497 para 2017 y 21.100.026.529 millones al cierre de 2016. Por lo que para los

periodos anteriores tiene activos totales de \$42.931.934.778 millones, \$39.393.805.122 millones y \$29.983.509.342 millones al final de los periodos 2018, 2017 y 2016 respectivamente.

En lo correspondiente a los pasivos; los pasivos corrientes representan en obligaciones financieras menores a un año: en 2018 con \$4.832.101.874 millones, para 2017 con \$4.772.072.365 millones y el 2016 registra un valor de \$14.813.596.672 millones; así mismo, las cuentas por pagar proveedor nacionales y extranjeros \$2.474.311.001 millones, \$2.341.308.384 millones y 1.263.460.322 en 2018, 2017 y 2016 respectivamente. Además, la cuenta acreedores comerciales, otras cuentas por pagar y otros pasivos no financieros correspondientes a los pasivos corrientes totales en cada periodo es de \$9.691.665.645 millones, \$9.411.423.452 millones y de \$17.343.762.577 millones respectivamente.

Por otro lado, los pasivos no corrientes para el 2018 registran obligaciones financieras por valor de \$8.616.659.106 millones y para 2017 un valor de \$9.515.240.560 millones, mientras que la cuenta de préstamos está en \$5.250.302.165 millones y \$3.084.028.683 millones para el cierre de cada periodo respectivamente, y en 2016 las cuenta de obligaciones financieras y préstamos a largo plazo no se registran valor por lo que el total de pasivos no corrientes para los periodos 2018, 2017 y 2016, incluyendo otras provisiones y pasivos por impuesto diferido, es de \$14.466.855.025 millones, \$3.155.085.144 millones y 602.957.738 en cada periodo respectivamente; donde el total pasivo en el balance general corresponde a \$24.158.520.670 millones, \$22.566.508.596 millones y \$17.946.720.315 millones respectivamente en cada año.

Finalmente, el patrimonio total está constituido para cada periodo de la siguiente manera: \$18.773.414.108 millones en 2018, \$16.827.296.526 millones para 2017 y \$12.036.789.027 millones en 2016; donde el capital emitido es de \$10.541.348.974 millones, \$8.925.361.736 millones, \$8.075.352.696 millones en cada periodo; mientras que el resultado del ejercicio arroja \$258.467.299 millones en 2018, \$167.188.052 millones en 2017, y para 2016 un valor de

Diagnóstico financiero y valoración bajo el método de flujo de caja descontados

\$161.500.261 millones; con Ganancias acumuladas \$706.129.584 millones, \$622.535.558 millones y \$1.494.505.166 millones en cada periodo respectivamente. Finalmente, se puede observar que las reservas cuentas por valor de \$320.280.897 millones para 2018, \$384.043.826 millones en 2017 y \$305.430.904 millones en el cierre de 2016; donde conjuntamente las otras participaciones en el patrimonio están por \$6.947.187.354 millones, \$6.728.167.354 millones y 2.000.000.000 en 2018, 2017 y 2016 de esta manera registra en la parte final del balance general en cada año.

11.1 Estado de resultados años 2018, 2017 y 2016

El estado de resultado de la empresa está mejorando de un periodo de acuerdo a la anotación contable, el resultado bruto (EBITDA) en 2016 presento \$2.947.386.568 millones y en 2017 por\$5.603.814.497 millones, aunque para 2018 este rubro se halla por \$5.060.463.455 millones; igualmente el ingreso por ventas incremento, ya que para 2016 reporta \$59.589.317.001 millones en ingresos por actividades ordinarias y 2017 por \$68.387.172.280 millones y para final de 2018 la cantidad de \$ 86.247.399.088 millones en ingresos brutos , igualmente los costos de ventas en \$56.641.930.433 millones para 2016, en 2017 de \$62.783.357.783 millones y \$81.186.935.633 millones en 2018. En los Resultados operacionales para el cierre de los periodos de 2016, 2017 y 2018 el registro corresponde de \$ 1.201.977.530 millones, \$2.598.094.962 millones y \$2.918.056.714 millones proporcionalmente, para después de las deducciones por otras ganancias (pérdidas), Ingresos financieros y Gastos financieros contabilizar un resultado antes de impuestos para 2018 con \$627.695.926 millones y en 2017 por \$638.840.637 millones el cual es positivo y para 2016 un resultado de \$124.420.018 millones. Y después del cobro de impuestos el resultado neto para cada periodo registro \$258.467.299 millones en 2018, en 2017 de \$167.188.052 millones y en 2016 una perdida 577.075.894 millones de acuerdo al Anexo 2. Estado de resultados años 2018, 2017 y 2016.

11.2 Análisis vertical y horizontal a los estados financieros

Este punto, corresponde al análisis vertical y horizontal a los estados financieros: balance general y estado de resultado de la empresa, de acuerdo a la información histórica registrada en las cuentas al 31 de diciembre de los años 2016, 2017 y 2018, según análisis e interpretación a las cuentas principales y movimientos significativos en cada periodo.

11.2.1 Análisis vertical y horizontal de balance general

Los activos corrientes entre 2017 – 2018 incrementa de un periodo otro en 32,40% para el 2018 y en 26,43% con relación a la cuenta de activos totales que tiene la empresa en cada periodo, significando una variación del 35% entre periodos para la cuenta de activos corrientes disponibles, además la cuenta de inventarios totales es la de mayor peso con 71,34% para el 2018 y 79,88% para el 2017 disminuyendo de un periodo a otro. En los años 2017 y 2016 hay variación en activos corrientes 4,43% entre periodos, la cual para el 2016 registra 29,63% sobre los activos corrientes y el cierre de 2017 término con 26,43% en activos corrientes. Además, no existe equilibrio entre los activos no corrientes y los activos corrientes en los últimos tres periodos dado que la empresa es agroindustrial y necesita de alta inversión en instalaciones, plantas, maquinaria y equipos.

En relación a pasivos corrientes, pasivos no corrientes y el patrimonio la empresa consigue financiamiento en cada periodo variando en periodo a otro de la siguiente manera; los pasivos corrientes totales entre 2017 a 2018 varía en 2,98% donde los pasivos corrientes representan 41,71% y 40,12% para cada periodo respectivamente sobre los pasivos totales y entre 2016 a 2017 se presenta una variación de -45,75% esto debido que para el 2016 los pasivos corrientes totales está en 96,64% por la inversión para poner en funcionamiento la planta y adquisición de terrenos para proyectos; también la variación de la cuenta de obligaciones financieras a largo plazo reduce por los pagos realizados a esta obligación de se obtuvieron los

Diagnóstico financiero y valoración bajo el método de flujo de caja descontados

recursos. Asimismo, los activos corrientes comparados con los pasivos corrientes indica que para 2016 el pasivo corriente representa 96,64% frente a un 29,63% de activos corrientes, por lo tanto, la participación en activos corrientes es relativamente baja, de acuerdo al tipo de inversiones en activos fijo.

De modo que las cuentas más sobresalientes en los activos no corrientes corresponden a las obligaciones financiera con variación del -9.44% de 2017 (59,56%) a 2018 (72,33%) y la cuenta de préstamos por su parte presenta variación relativa de 70,24% entre 2018 y 2017 correspondiente a 2.166.273.482 millones. Además, el cierre del periodo de 2018, de acuerdo con el balance general, el 56,27% del financiamiento de la empresa proviene de acreedores y el restante 43,73% correspondiente a la financiación de la empresa proviene de los socios por capital de accionistas, donde el patrimonio esta incrementado de un periodo a otro; entre el 2016 y el 2017 incremento a 39,80% y para 2017 y 2018 la variación de incremento en patrimonio es 11,57% por aporte de socios.

11.2.2 Análisis vertical y horizontal del estado de resultados

De acuerdo a los ingresos de actividades, costo de ventas y cambios en las cuentas; los ingresos por actividades de 2016 a 2017 incrementan en 14,76%, es decir, incremento neto de \$8.797.855.279 millones, igualmente entre 2017 a 2018 existe aumento de 26,12% en el rubro de ventas; por otra parte, los costos de ventas, presentan variación de 10,84% entre 2016 a 2017 y 26,12% de 2017 a 2018, para cada periodo situándose por encima de 90%. Además, la variación relativa del resultado bruto de 2016 a 2017 correspondiente a 90.13% significando un aumento en resultado bruto (EBITDA) en \$2.656.427.929 para un total de \$5.603.814.497 millones igual que en 2017; donde la variación de 2017 a 2018 es 47,40% con una reducción de \$543.351.042 millones al EBITDA del periodo de 2018, sin embargo después de deducir los gastos administrativos y ventas, hay un aumento en resultado por actividad de operación de 53,74% para

2017 a 2018 incrementado al resultado por actividad de operación en 2017 a \$ 319.961.752 millones hasta \$2.918.056.714 millones en 2018.

Por el contrario, en el periodo comprendido entre 2016 y 2017 la variación es 116,15% correspondiente a \$1.396.117.432 millones resultado por actividad de operación en 2016 con gastos de administración y ventas de 52,03% generando un resultado por actividad de operación \$2.598.094.962 millones en 2017. Finalmente, el resultado antes de impuesto varió de 2016 a 2017 en -613,45% ya que para este periodo hubo pérdidas, además este rubro incremento a 119,48% entre 2017 y 2018 después de la recuperación a partir de 2017; esto genera variación de -245.17% en resultado neto representado en \$91.279.246 millones, incremento del resultado del año anterior.

La siguiente grafica detalla la evolución histórica de los ingresos por ventas, costos de venta, resultados brutos y, resultados por las actividades de operación antes de impuestos y netos correspondiente al estado de resultado de 2018, 2017 y 2016.

Evolución del estado de resultados durante los periodos 2018, 2017 y 2016

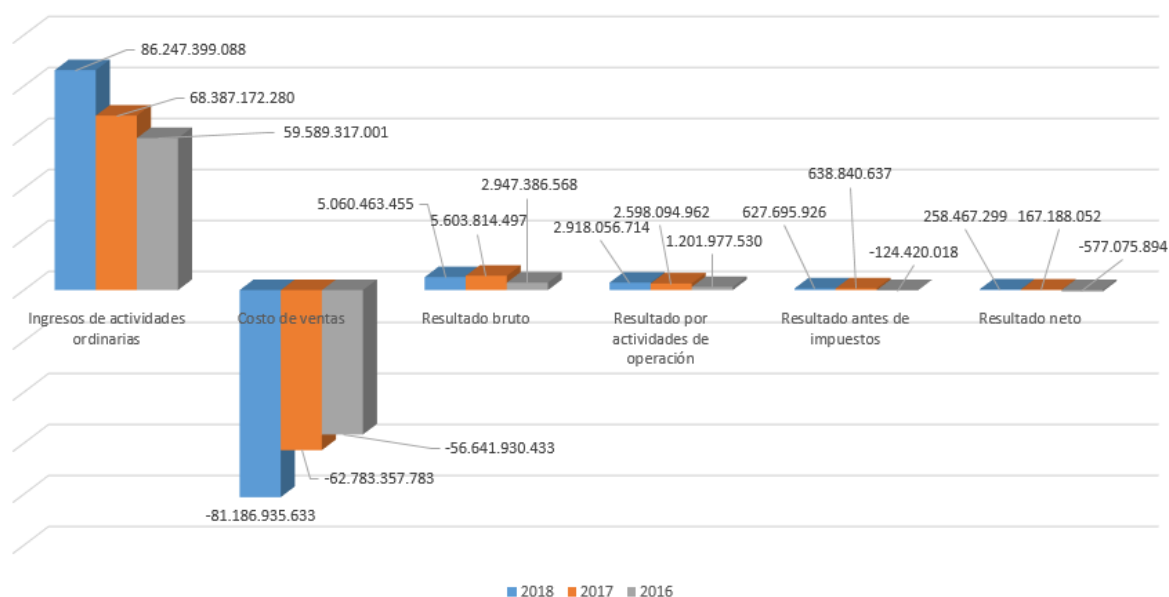


Figura 1. Grafica de estado resultados 2018, 2017 y 2016.

12 Indicadores financieros

A continuación, este apartado contiene el análisis de los principales indicadores financieros: liquidez, endeudamiento, actividad y rentabilidad; para establecer la relación entre las cuentas del balance y el estado del resultado, con el objetivo de analizar la estructura financiera de la empresa. Estos indicadores son una herramienta de comparación entre las empresas del sector, para esta oportunidad por las características del modelo de negocio de la empresa, tamaño, la existencia una línea de producto y nivel de producción menor que demás empresas del sector, se analiza solo indicadores que muestran la evolución de empresa de un periodo a otro, de la siguiente manera:

Tabla 4

Indicadores financieros (ratios).

Indicador	2018	2017	2016
Indicador de liquidez			
Capital de trabajo	13.909.006.068	10.412.659.625	8.883.482.813
% Capital de trabajo	32,40%	26,43%	29,63%
Razon corriente	1,44	1,11	0,51
Prueba ácida	3,41	3,30	1,33
Indicador de endeudamiento			
Razón de independencia	43,73%	42,72%	40,14%
Endeudamiento total	56,27%	57,28%	59,86%
Endeudamiento a corto plazo	40,12%	41,71%	96,64%
Apalancamiento a largo plazo	59,88%	58,29%	3,36%
Apalancamiento financiero	0,72	0,85	1,23
Apalancamiento total	0,56	0,57	0,60
Estructura corriente	22,57%	23,89%	57,84%
Estructura de capital	77,43%	76,11%	42,16%
Indicador de actividad			
Días de rotacion deudores	3,2	0,68	0,37
Días de rotacion inventario	41,99	44,4	42,59
Ciclo de caja operativo	45,19	45,07	42,95
Ciclo de caja operativo neto	45,19	45,07	42,95
Rotación de capital	2,59	2,28	4,71
Rotación del patrimonio	4,59	4,06	4,95
Rotación del efectivo	8,08	8,1	8,5
Indicador de rentabilidad			
Rentabilidad bruta	5,87%	8,19%	4,95%
Margen Operativo	3,38%	3,80%	2,02%
Margen antes de impuestos	0,73%	0,93%	-0,21%
Rentabilidad neta	0,30%	0,24%	-0,97%
Carga de costos de ventas	94,13%	91,81%	95,05%
Carga administrativa	2,40%	4,15%	3,13%
Carga gastos operativos	0,51%	0,34%	0,00%
Carga gastos financieros	2,65%	2,95%	2,23%
Otros ingresos netos a ventas	0,43%	0,09%	0,20%

12.1 Indicador de liquidez

Este indicador identifica la capacidad de la empresa en generar dinero en efectivo y responder a compromisos y obligaciones de corto plazo, además conocer la capacidad financiera para responder a deudas de corto plazo.

En este aspecto el activo corriente de la empresa es equivalente a 32,40% del total de activos, el activo corriente incrementa en 5,94% ya que para el año 2017 representa el 26,46%, y en 2016 representa 29,63%; en comparación a periodos anteriores. Este incremento es por aumentos en las cuentas de efectivo, deudores comerciales, tras cuentas por cobrar y otros activos no financieros, de acuerdo con el análisis horizontal entre los dos últimos periodos.

De este modo, la capacidad de la empresa para cubrir el endeudamiento en el corto plazo es aceptable, dado que al cierre del periodo de 2018 cuenta con 1,44 pesos para cumplir con compromisos en corto plazo y hacer frente a las obligaciones menores a un año con recurso corriente. Es decir, que este indicador cuando es mayor que 1, un valor entre 1,5 y 1,9 es lo recomendable y en los casos que el índice es menor que 1 indica que la empresa deberá hacer frente a sus deudas a corto plazo con activo fijo. También, la empresa ha aumentado liquidez de un periodo a otro al pasar de 0,51 en 2016 a 1,11 en 2017 y posteriormente en 2018 a 1,44 mejorando el endeudamiento a corto plazo.

En cuanto a la liquidez general, por cada peso que se debe en el pasivo corriente la empresa tiene 3,41 pesos sin tener en cuenta el inventario y la venta de existencias para el año 2018, es decir, solo con los saldos de efectivo, cuentas por cobrar, inversiones temporales y activos de fácil liquidez. Es ideal para este índice la relación 1:1, esto es un peso que debe y un peso que tiene para pagar, garantizando el pago de la deuda a corto plazo y cuando se encuentra por debajo de 1 considera los demás aspectos a determinar la capacidad de pago.

12.2 Indicador de endeudamiento

Este indicador tiene por objetivo analizar el impacto de las deudas con tercero para desarrollar la operación, midiendo la relación entre gastos e intereses con los resultados; además, conocer: cuántas veces el EBITDA cubre los gastos de obligaciones financieras, cómo la empresa financia las operaciones e inversiones y, por último, como financia con capital propio.

De esta manera los recursos de la empresa son financiados en 43,73% con participación de propietarios y el 56,27% para 2018 corresponde al endeudamiento total de los activos apalancado con acreedores, de acuerdo con años anteriores. El endeudamiento con terceros representa para 2017 un 57,28% sobre los activos totales y 59,86% para el periodo de 2016 en relación con los activos totales de la empresa en el mismo periodo. Generando el efecto contrario en la deuda con socios que incrementa: en 2016 representa 40,14% y para el 2017 es 43,73%.

En cuanto al endeudamiento a corto plazo disminuye en los dos periodos anteriores dónde: para 2018 es 40,12% lo que significa que el total de la deuda a largo plazo aumenta gradualmente al cierre de cada periodo; igualmente ocurre en años anteriores que registra en 2017 41,71% de endeudamiento a corto plazo y la diferencia de 58,29% en pasivos no corrientes, mientras que el 2016 presenta lo contrario: endeudamiento a corto plazo por 96,64%.

Por otra parte, el apalancamiento financiero identifica que el patrimonio está comprometido con entidades financieras en 0,72 pesos para el cierre de 2018 generando una disminución de 0,13 pesos según los años 2017 y 2016 donde este indicador registra en 0,85 pesos y 1,23 pesos entre periodos. Es decir, que por cada \$100 de patrimonio en obligaciones financieras la empresa adeuda 0,72 pesos en 2018. Para este índice es prudente ser igual a 1 significando que la empresa financia sus operaciones y proyectos de forma equitativa entre patrimonio y endeudamiento.

12.3 Indicador de actividad

El indicador de actividad determinar la productividad en la administración de los recursos según costos, ventas y productos y nivel promedio de inventarios en relación a la gestión administrativa y procesos de producción.

Con respecto a la actividad de la empresa, tarde 2,52 días más en recuperar la cartera en 2018 (3,20 días) en comparación con periodo de 2017 (0,68 días), también, para el año 2016 el

tiempo de recuperación de la cartera es de 0,37 días menor que en 2017. La política de cobro de cartera está centrada en realizar las ventas de contado, solo realiza ventas a créditos con autorización de la gerencia a clientes específicos, además, el tiempo de cobro de dichas ventas a créditos está establecido entre 3 a 7 días. Los pagos a proveedores nacionales e internacionales son al contado, por lo que solo tarde este tiempo en cancelar a los proveedores; es recomendable que el tiempo de cobro de la cartera se encuentre igual o cercano al pago de los proveedores. Durante los últimos tres periodos analizados requiere para convertir lo producido en efectivo durante año 2018 45,19 días; en 2017 45,07 días y para el año 2016 42,95 días manteniendo el ciclo de caja por debajo de los 50 días.

12.4 Indicador de rentabilidad

El propósito de este indicador está en medir la rentabilidad la empresa y capacidad en cuanto a administración de costos, gastos y recursos externos para convertirlos en utilidad. Además, calcula el nivel de apalancamiento con recursos propios, acreedores y proveedores, en lo correspondiente a socios y apalancamiento con acreedores e identificando el riesgo para acreedores y la capacidad de asumir los pagos a las obligaciones, de la siguiente manera:

Después de atender los costos en el periodo de 2018 cuenta con 5,87% como margen de utilidad por cada \$100 de ventas. Del año 2016 (4,95%) a 2017 (8,19%) presenta aumento de 3,26%; sin embargo, entre los periodos 2018 y 2017 hay reducción del margen de utilidad en 2.34%, dado por el aumento en costos de ventas y costos de producción que representa: 94,13% para el 2018 y 91,79% para el 2017 dentro de las ventas totales en cada periodo.

La utilidad operativa disminuye de 3,80% en 2017 a 3,38% en 2018; además, entre el periodo 2017 y el periodo de 2016 (1.81%) se registró un incremento de 1.91%; como demuestra el estado de resultados, donde la variación del análisis horizontal entre periodos (2018-2017) destaca que los gastos de administración disminuyen en 34.22% y sin embargo incrementan los

gastos de ventas en 100%. Además, mientras que entre 2017-2016 ocurre, que presenta incremento en gastos de administración de 52,03% y no hay variación en gastos de ventas por lo que genera el incremento en margen de utilidad de 2016 a 2017. De la misma manera, incrementa la rentabilidad neta entre periodos, de la siguiente forma: en 2016 registra -0,97% como utilidad bruta, para 2017 cuanta con 0,24% en utilidad bruta y en 2018 este índice corresponde a 0,40% recibido por cada peso en venta obtenido por utilidad neta incluyendo operacional y no operacional.

Por último, este indicador revela la correlación entre el indicador de rendimiento y actividad, según el sistema Dupont al momento para medir y relacionar la generación de utilidades con control de costos y gastos, y el volumen de ventas utilizando eficientemente los activos, es decir que de -1,97% en 2016 a 0,80% al cierre de 2018, donde obtuvo para 2017 un aumento a 0,42% mostrando la capacidad del activo para producir utilidad, independientemente de la forma de financiación.

13 Proyección de estados financieros

Para la valorar la empresa utilizando el método de flujo de caja descontado, es de considerar proyectar las ventas y costos entre los años 2019 a 2023 con un horizonte de proyección a 5 años, y donde la base corresponde a los estados financieros históricos de 2016, 2017 y 2018. Lo anterior, con el objetivo de predecir los resultados futuros de la empresa, de acuerdo a las operaciones y condiciones económicos del país. Por lo tanto, es necesario considerara la información económica reportada por el DANE y el Banco de la Republica sobre inflación, el índice de precio al productor (IPP) y Producto Interno Bruto.

13.1 Proyección del estado de resultados

La proyección a los estados de resultados contiene información de los presupuestos generados por el área de costos y la dirección financiera de la empresa de la siguiente manera:

Tabla 5

Proyección de presupuesto de venta a 5 años.

Presupuesto de ventas						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
	AÑO 0	AÑO 1	AÑO 2	AÑO 3	AÑO 4	AÑO 5
Ventas proyectadas	86.247.399.088	102.229.042.139	121.172.083.648	143.625.270.748	170.239.033.417	201.784.326.309
% Crecimiento ventas final	18,53%	18,53%	18,53%	18,53%	18,53%	18,53%
Costo de ventas						
% Costo ventas / ventas	93,66%	93,66%	93,66%	93,66%	93,66%	93,66%
Costos de ventas proyectadas	81.186.935.633	95.747.720.868	113.489.773.544	134.519.428.582	159.445.878.698	188.991.200.021

Los ingresos operacionales de la empresa proyectan un incremento de 18,53% dado que para el 2019 la empresa pretende generar aumento de la producción de 24,75% (62.108 toneladas) y existe tendencia de crecimiento en el mercado con respecto a los años anteriores, de acuerdo a condiciones económicas estables a 5 años, además el presupuesto promedio de ingresos mensuales para el año 2019 por valor de \$ 8.532.000.000 aproximadamente, en aras de utilizar la capacidad instalada total de la planta de 12.000 toneladas/ mes.

Los costos resultan del promedio de años anteriores y presupuesto para cierre del periodo para 2019, de igual manera las ventas proyectadas, donde se toma la diferencia porcentual de las ventas, dado que se conoce que el costo de ventas corresponde al valor incurrido para producir productos o servicios.

En cuanto a los gastos de operación, considera la proyección del índice de precios para el productor (IPP) de alimento para animales de 3,77% anual para los siguientes 5 años de la proyección. La cuenta de otros ingresos proyectados tiene en cuenta el promedio de los periodos anteriores, porque realiza actividades convexas como servicios veterinarios y de zootecnia adicionales, ventas de medicamentos, productos para granjas importados generando tipo de ingresos y demás de las unidades estratégicas del negocio. Las otras ganancias (pérdidas), gastos financieros, otros ingresos financieros tienen de base el promedio de los periodos anteriores analizados y más las operaciones proyectadas de ingresos, costos de ventas y los gastos.

Después de obtener la proyección de los ingresos, costos de ventas y gastos, bajo los supuestos aclarados en aparte anterior, se procede generar el estado de resultados proyectado para 5 años hasta el año 2023. Y teniendo en cuenta que el presupuesto de impuestos solo considera los incrementos presentados por los ingresos y las actividades de operación; además la variación promedio porcentual como se muestra en el análisis vertical y horizontal de los años anteriores, donde la liquidación estima: los impuestos de renta y complementarios, impuestos sobre las ventas y de industria y comercio.

Tabla 6

Proyección del estado de resultados a 5 años (2019 – 2023).

	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos de actividades ordinarias	102.229.042.139	121.172.083.648	143.625.270.748	170.239.033.417	201.784.326.309
Costo de ventas	- 95.747.720.868	- 113.489.773.544	- 134.519.428.582	- 159.445.878.698	- 188.991.200.021
Resultado bruto	6.481.321.272	7.682.310.103	9.105.842.165	10.793.154.719	12.793.126.288
Gastos de administración y ventas	- 3.854.034.889	- 4.568.187.554	- 5.414.672.707	- 6.418.011.560	- 7.607.269.102
otros ingresos proyectados	369.359.632	370.246.095	371.134.686	372.025.409	372.918.270
Resultado por actividades de operación	2.996.646.015	3.114.122.550	3.691.169.458	4.375.143.159	5.185.857.186
Otras ganancias (pérdidas)	- 120.822.966	- 121.016.283	- 121.209.909	- 121.403.845	- 121.598.091
Ingresos financieros	120.289.612	120.578.307	120.867.695	121.157.777	121.157.777
Gastos financieros	- 2.349.494.455	- 2.410.816.260	- 2.473.738.565	- 2.538.303.141	- 2.604.552.853
Resultado antes de impuestos	646.618.206	702.868.314	1.217.088.680	1.836.593.950	2.580.864.019
Impuestos	- 213.384.008	- 231.946.543	- 401.639.264	- 606.076.004	- 851.685.126
Resultado neto	433.234.198	470.921.770	815.449.415	1.230.517.947	1.729.178.893

13.2 Supuestos para la proyección del balance general

Una vez determinada la proyección al estado de resultado se procede a realizar la proyección al balance general dado que este tiene en cuenta rubros del estado de resultado como ventas, costos de venta y resultados netos del periodo. Para proyectar el balance general se utiliza el método de juicio, que consiste en proyectar el balance general, estimando los valores de ciertas partidas, donde las cifras iniciales son el promedio de los saldos reales de los años anteriores para las principales cuentas del activo, pasivo y patrimonio, permitiendo generar

Diagnóstico financiero y valoración bajo el método de flujo de caja descontados

ajustes correspondientes. Además, para las cuentas de los activos corrientes se procede de la siguiente manera:

Activos: el efectivo y equivalentes de efectivo son proyectados con base en el crecimiento promedio de los tres años anteriores analizados y las operaciones previstas por empresa. El inventario es proyectado en relación al del periodo anterior correspondiente al 11,66% sobre las ventas de cada periodo, los deudores comerciales y otras cuentas por cobrar apartes relacionada estimada según el presupuesto de ingresos por ventas y el periodo medio de los cobros en periodos anteriores.

Depreciación: Esta cuenta considera los gastos anuales por depreciación, según la vida útil del activo, tomando la última depreciación realizada del activo que permiten establecer el saldo final. Y en cuanto a los activos no corrientes, también considera su valor para la proyección después de la depreciación. Las inversiones en subsidiarias no registran valor, debido que las notas contables aclaran que la última inversión en subsidiarias se dio para tener el control total de las empresas aliadas en un 96% con los aliados estratégicos.

Pasivos: la proyección para pasivo corrientes parta del promedio de los años anteriores y tomando como base la reducción porcentual (2%) que está presentado de un periodo a otro, porque por políticas de la empresa generar los pagos menores de un año antes que se cumplan los plazos para ampliar cupos de créditos financieros, para mejorar las condiciones de negociación y comercial con proveedores nacionales, extranjero y las unidades estratégicas de negocio. De igual manera para los impuestos corrientes por pagar, beneficios a los empleados y otros pasivos no financieros.

Los pasivos no corrientes, corresponden el promedio de reducción de años anteriores (10%), porque es estrategia de la gerencia incrementar la financiación con aportes sociales.

Para el patrimonio, toma en consideración incrementos promedios del aporte de los socios como capital emitido de 18.11% entre periodos, según el incremento dado entre periodos, donde el patrimonio aumenta junto con la utilidad del ejercicio anterior tomada del rubro de estado de resultados del año base y demás años proyectados. Dentro de la proyección al patrimonio se asume que no hay utilidades repartidas, por lo tanto, las ganancias acumuladas incrementan en cada periodo, esto en relación con lo que pretende la empresa de incrementar la financiación con recursos propios. Por otro lado, las reservas para los años 2019 y 2020 proyectados toma el promedio de la variación entre los últimos tres años, sin embargo, para 2021, 2022 y 2023 establece una reserva fija como ajuste para el total de patrimonio.

Después de establecer las características para proyectar el balance general y conocidos los movimientos históricos de los años 2016, 2017 y 2018.

13.3 Construcción del flujo de caja

El flujo de caja es construido a partir de las cuentas del balance general y estado de resultado básicos presupuestados, al proyectar el flujo de caja libre para conocer los ingresos de los ejercicios siguientes y los gastos operativos sin considerar el esquema de financiación de la empresa y los resultados operativo antes y después de impuestos, añadiendo la depreciación. Además, al descontar las necesidades operativas de fondos (NOF) según las variaciones estimadas en capital de trabajo para cada año y sin tomar las inversiones en activos fijos (CAPEX), ya que la última inversión corresponde para entrar funcionamiento la planta, adquisición del terreno hace menos de 3 años y, también cuenta con una negociación vigente con aliados encargados de la logística terrestre y el transporte de la materia prima, por lo que no requiere de vehículos.

13.4 Variación del capital de trabajo

Las variaciones en capital de trabajo identifican los requerimientos y necesidades operativas de capital de trabajo entre los periodos y para conocer el valor a invertir en este activo; el capital de trabajo surge de la diferencia entre los activos corrientes, los pasivos corrientes y las obligaciones financieras a corto plazo, identificando las fuentes de financiamiento a utilizar en inversión, según la relación entre deuda y recursos propios. Luego, obtener el valor de capital de trabajo sin deuda financiera y las variaciones del capital de trabajo proyectado entre los periodos, ayuda a conocer las necesidades operativas de fondos de la empresa, el flujo de caja libre neto, es decir, que la empresa incrementa el capital de trabajo pasando de \$415.638.210 millones a fines de 2019 a \$479.158.884 millones para el cierre de 2023, con incremento anual de 4,5% aproximadamente.

14 Flujo de caja libre proyectado

Después de proyectar las cuentas de los estados financieros básicos, conocer la depreciación de activos fijos depreciables, necesidades de fondos (NOF) y calcular las inversiones netas en activos fijos, proyectar los flujos caja que proporcionan información de los resultados de EBITDA, resultados antes de impuestos e interese, resultados operativos y flujo de caja bruto y por último el flujo de caja libre, detallando ingresos futuros por las ventas generadas a 5 años (2019-2023), de acuerdo al presupuesto para el año 2019 y el año base 2018.

Tabla 7

Flujos de caja libre proyectada (2019 – 2023)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
+ Ingresos	86.247.399.088	102.229.042.139	121.172.083.648	143.625.270.748	170.239.033.417	201.784.326.309
(-) Gastos de explotación	-83.697.817.665	- 99.601.755.756	- 118.057.961.098	-139.934.101.289	- 165.863.890.258	- 196.598.469.123
Resultado operativo antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones (EBITDA)	2.549.581.423	2.627.286.383	3.114.122.550	3.691.169.458	4.375.143.159	5.185.857.186
(-) Amortizaciones	- 2.374.643.874	- 2.374.643.874	- 2.374.643.874	- 2.374.643.874	- 2.374.643.874	- 2.374.643.874
Resultado operativo antes de intereses e impuestos (EBIT)	174.937.549	252.642.509	739.478.676	1.316.525.584	2.000.499.285	2.811.213.312
(-) Impuestos	- 369.228.627	- 213.384.008	- 231.946.543	- 401.639.264	- 606.076.004	- 851.685.126
Resultado operativo después de impuestos (BAIDT)	- 194.291.078	39.258.501	507.532.132	914.886.320	1.394.423.281	1.959.528.186
(+) Amortizaciones	2.374.643.874	2.374.643.874	2.374.643.874	2.374.643.874	2.374.643.874	2.374.643.874
Flujo de caja bruto (FCB)	2.180.352.796	2.413.902.375	2.882.176.006	3.289.530.194	3.769.067.155	4.334.172.060
(-) Necesidades operativas de fondos (NOF)		- 415.638.210	- 429.467.120	- 444.587.913	- 461.111.482	- 479.158.884
(-) Inversión neta en activo fijo (CAPEX)						
FLUJO DE CAJA LIBRE (FCL)		1.998.264.165	2.452.708.887	2.844.942.281	3.307.955.673	3.855.013.176

14.1 Variables de aplicación flujo de caja descontado

Al igual que los flujos de caja libre proyectados, aplicar el método de flujo de caja descontado antepone el cálculo de variables para la valoración, considerando utilizar información sobre datos macroeconómicos reportados por el Banco de la República, las principales entidades financieras del país y calificadoras de riesgo, además, información de los recursos de financiación de la empresa y el sector; con propósito de determinar la estructura de capital, costo de la deuda con entidades financiera, rentabilidad esperada y costo de la financiación con recursos propios.

La siguiente tabla contiene la proyección de la estructura de capital, costo de la deuda y el costo de los recursos propios a 5 años, los cuales resultan de a partir de las variables para complementar la valoración final de la empresa:

Tabla 8

Variables de aplicación flujo de caja descontado

Diagnóstico financiero y valoración bajo el método de flujo de caja descontados

Estructura de capital						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Promedio deuda financiera (D)	18.699.063.146	17.215.724.981	15.872.989.270	14.656.950.394	13.555.090.205	12.556.139.338
Promedio recursos propios (patrimonio K)	10.541.348.974	19.402.571.300	21.484.949.915	22.038.565.764	22.523.771.274	22.270.484.721
Recursos totales	29.240.412.120	36.618.296.281	37.357.939.185	36.695.516.158	36.078.861.479	34.826.624.059
Participación de la deuda (D/D+K)	63,95%	47,01%	42,49%	39,94%	37,57%	36,05%
Participación de los recursos propios (K/D+K)	36,05%	52,99%	57,51%	60,06%	62,43%	63,95%
Estructura de capital	1,77	0,89	0,74	0,67	0,60	0,56
Costo de la deuda						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Gastos financieros (I)	- 2.289.732.438	- 2.349.494.455	- 2.410.816.260	- 2.473.738.565	- 2.538.303.141	- 2.604.552.853
Promedio de la deuda (D)	18.699.063.146	17.215.724.981	15.872.989.270	14.656.950.394	13.555.090.205	12.556.139.338
Costo de la deuda (id)	4,54%	4,67%	5,06%	5,38%	5,06%	4,96%
Costo de la deuda despues de impuestos id(1-tx)	3,04%	3,13%	3,39%	3,60%	3,39%	3,32%
Costo de recursos propios (Ke - CAPM)						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Tasa libre de riesgo (Rf)	7,02%	7,02%	7,02%	7,02%	7,02%	7,02%
Tasa de riesgo pais Rp	1,14%	1,14%	1,14%	1,14%	1,14%	1,14%
Rentabilidad de mercado (Rm)	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%	6,20%
Betra (β)	2,40	1,20	1,00	0,90	0,81	0,76
Prima de riesgo del mercado β (Rm - Rf)	-1,96%	-0,98%	-0,81%	-0,73%	-0,66%	-0,62%
(Ke - CAPM)	6,20%	7,18%	7,34%	7,42%	7,49%	7,53%

Proyectar los anteriores datos evidencia como las políticas macroeconómicas influyen en el rendimiento de la empresa y como esta financia la operación, dichos datos corresponden a fuente en el proceso de valoración de empresas al momento de analizar cada variable:

La estructura de capital identifica como evoluciona el endeudamiento en cada año para considerando el promedio de la deuda de capital y de patrimonio, donde el promedio de la deuda financiera disminuye entre periodo por los pagos que pretende realizar la empresa; en tanto los recursos propios van incrementando por la participación accionaria incrementada por los socios, según la política de financiación con recursos propios emprendida por la empresa. También los periodos analizados no presentan un equilibrio entre los dos tipos de financiación que emplea la empresa (recursos propios y financiación con deuda), que sería lo óptimo, sin embargo, solo en 2019 hay aproximación: financiación con deuda bancaria de 47,01% y con recursos propios 52,99%.

En cuanto al costo de la deuda por obligaciones financieras e intereses causados por la utilización de créditos, paga una tasa efectiva por deuda adquirida que aumenta de manera sostenida durante los periodos proyectos, tanto antes de impuestos como después de impuesto debido a los intereses y factores tributarios; de acuerdo a la evolución costo de la deuda con respecto a los gastos financieros detallados en la tabla.

Por su lado, el costo de patrimonio tiene soporte en el Capital Asset Pricing Model (CAPM) con propósito de determinar la tasa de oportunidad requerida por los socios para una inversión con riesgo en una empresa, en vez de invertir en negocios de menor riesgo o en bono emitidos por los estados (TES). Para calcular el CAPM parte de la tasa libre de riesgo para Colombia según el promedio emitido al cierre del año 2018 reportado por el Banco de la República en 7,02% y para TES a 10 años sin riesgo la cual, de acuerdo con Tovar y Muñoz (2018) es obtenida de la diferencia (spreads) entre la tasa de rendimiento promedio que pagan los bonos del tesoro americanos (T-BONDS) en dólares y la tasa de rendimiento que pagan los bonos de Colombia (TES) en dólares (p. 147). Del mismo modo para hallar el Beta de la empresa en relación con el mercado es necesario considerar la beta des-apalancada del sector en mercados emergentes promediada por Damodaran en 0,67 la cual agrupa más de 500 empresas del sector de distintas economías, y posteriormente multiplica por la tasa impositiva y el valor correspondiente a la estructura de capital de cada año, de acuerdo con la ecuación:

$$\beta_L = \beta_U * (1 + (1 - t) * (D / E))$$

Seguidamente la prima de riesgo de mercado es obtenida de multiplicar la beta de la empresa por la diferencia entre la tasa de rentabilidad del mercado de 6,20 reporta por la Bolsa de Valores Colombia y la tasa libre de riesgo de 7,02%; además de utilizar la tasa de riesgo país para Colombia de 1,14 EMBI+ elaborada por JP MORGAN para lograr obtener el costo de los recursos propios invertidos en la empresa para cada año proyectado de acuerdo con la tabla.

Finalmente, al analizar las distintas fuentes de financiación y examinar la tabla anterior, resulta que al comparar el costo bruto de la deuda frente costo total de los recursos propios estos últimos suelen ser mayor, por lo tanto, hay maximización en el rendimiento del dinero invertido por los socios en el negocio.

Una vez determina la estructura financiera de la empresa, los costos de la deuda y el costo de los recursos propios, en este espacio corresponde al cálculo del costo promedio ponderado de la deuda (WACC) y fijar una tasa de descuento para obtener los flujos de caja descontados, de acuerdo con los datos obtenidos en la tabla.

14.2 Costo promedio ponderado de la deuda (WACC)

El Costo promedio ponderado de la deuda (WACC) es la tasa de descuento a utilizar para hallar el valor de la empresa, determinar el costo de la inversión de las distintas fuentes de financiación de la deuda, recursos propios invertidos por socios y encontrar una tasa de rendimiento superior a los costos. A continuación, la siguiente tabla detalla los resultados al final de cada periodo correspondiente al costo promedio de capital de la empresa conforme con el costo promedio de capital, la financiación con deuda y recursos propios.

Tabla 9

Costo promedio ponderado de la deuda (WACC)

Costo promedio ponderado de capital (WACC)						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Costo de la deuda (kd)	4,54%	4,67%	5,06%	5,38%	5,06%	4,96%
Costo de recursos propios (ke)	6,20%	7,18%	7,34%	7,42%	7,49%	7,53%
Participación deuda (D)	63,95%	47,01%	42,49%	39,94%	37,57%	36,05%
Participación recursos propios (S)	36,05%	52,99%	57,51%	60,06%	62,43%	63,95%
Costo de la deuda después de impuestos	3,04%	3,13%	3,39%	3,60%	3,39%	3,32%
Total costo de capital	4,18%	5,27%	5,66%	5,90%	5,95%	6,02%

El costo total por financiamiento a la empresa le cuesta 5,27%; 5,66%; 5,90%; 5,95% y 6,02% en cada periodo respectivamente, estimando que la estructura financiera es constante y para posteriormente descontarlos al flujo de caja.

15 Flujo de caja libre descontados

Dados los flujos de caja libre para cada periodo proyectado y obtenida la tasa de descuento, traer a valor presente los valores aplicando la tasa a descontar (WACC) en cada periodo. Por consiguiente, el valor presente de los flujos libres en cada año proyectado representa el valor presente total de los flujos de cajas descontados por \$11.994.364.567 millones.

Tabla 10

Flujo de caja libre descontados

	Flujos de caja descontado				
	2019	2020	2021	2022	2023
FLUJO DE CAJA LIBRE (FCL)	1.998.264.165	2.452.708.887	2.844.942.281	3.307.955.673	3.855.013.176
VP FLUJO DE CAJA LIBRE (FCL)	1.898.160.478	2.196.887.371	2.395.635.940	2.625.097.512	2.878.583.265
					Total VP FCL
					11.994.364.567

16 Valor residual

De esta manera el valor residual procura definir el valor esperado de la empresa con los flujos encontrados a perpetuidad, después del último año proyectado o primer flujo de caja libre del año de perpetuidad (FCL_{n+1}), asumiendo que la empresa mantiene un crecimiento constante y continúa generando valor manteniendo los flujos de caja, siendo necesario estimar una tasa de crecimiento a largo plazo (g) de perpetuidad para luego traer a valor presente residual y agregar al valor de la empresa.

Diagnóstico financiero y valoración bajo el método de flujo de caja descontados

Para la empresa la tasa de perpetuidad es 2,00%, la cual está por debajo de la PIB del año base 2018 (2,80%) y las proyecciones realizar por el Banco de la Republica de Colombia para PIB, sumiendo que las empresas crecen a igual ritmo que la economía del país y no sobrepasan este índice. Entonces, para hallar el valor residual aplicar la fórmula:

$$Vt_i = (FCLt_i) * (1 + g) / (WACCt_i - gt) = 98.302.835.993 \text{ millones a perpetuidad.}$$

Para luego, traer a valor presente el valor residual que corresponde a 73.457.597.611 millones.

Tabla 11

Valor residual

Valor Residual	98.302.835.993
VP valor residual	73.457.597.611

De acuerdo con los datos anteriores, el valor presente de los flujos de caja y el valor residual presente después del último año proyectado; y sumiendo un periodo de continuidad de la empresa con crecimiento a perpetuidad obtiene el valor operativo de la empresa.

Tabla 12

Valoración de la empresa por flujos de caja libres

Valor de la empresa	
Vp FCL	\$ 11.994.364.567
Vp del Valor Residual	\$ 73.457.597.611
Vr Operaciones	\$ 85.451.962.179
Menos: deuda financiera	-\$ 2.604.552.853
Vr del Patrimonio	\$ 82.847.409.326

Con el valor del patrimonio actual obtenido según las proyecciones de los flujos de caja libre en valor presente, el valor de la empresa es de \$82.847.409.326 millones. Además, incluye el valor de flujo de caja libre total más el valor presente del valor de residual que es igual al valor real de las operaciones; para luego resta la deuda a largo plazo.

Un último análisis al valor hallado de la empresa por flujo de caja descontado, evidencia que dicho valor encuentra por encima del valor actual en libros \$18.773.414.108 millones, valor que representa 22,66% aproximadamente del valor obtenido por los flujos de caja descontados.

Al desarrollar el método de valoración de empresa que utiliza los flujos de caja y calcular las distintas variables, es posible identificar que la empresa cuenta con fondos para operar durante los siguientes periodos, existiendo relación entre el aumento del EBITDA y los resultados operativos dado al incremento en capital de trabajo, generando utilidades positivas. De la misma manera, es conveniente para la empresa financiarse con deuda que, con recursos propios, visto que la rentabilidad exigida por los socios incrementa año a año por el riesgo de mercado al que están expuestos frente a otro tipo de inversión de menor riesgo; en consecuencia, incrementa el costo de los recursos propios y el costo promedio de capital lo que evidencia disminución en la estructura de capital, revela la que la tasa de descuesto es mayor con respecto al anterior.

17 Conclusión

Luego de analizar los indicadores financieros, conocer la estructura financiera, proyectar los estados financieros y utilizar los flujos de caja futuros de la empresa para aplicar el método de flujo de caja descontado que incluye las respectivas variables para obtener el valor de la empresa; por lo que, concluye que el método propuesto de valoración de empresa es completo y

confiable, de acuerdo con varios autores, ya que permite conocer la variación del capital de trabajo y estimar los costos asumidos por la empresa para financiarse con deuda financieras y/o recursos propios; además, el método considera factores macroeconómicos y la capacidad de la empresa en generar fondos de efectivo futuro que posteriormente que convierte en información base para futuras negociaciones, evaluar la posición de la empresa con respecto al sector, y calcular el valor estimado de la empresa después de costos.

Así mismo, la valoración por flujo de caja descontado posibilita identificar si efectivamente la gerencia y administradores buscan alcanzar el objetivo básico financiero y fuentes de financiación correcta. De la misma manera verificar si las decisiones tomadas maximizan el valor de la empresa, potencia las inversiones y, últimamente comprobar la capacidad para generar los recursos necesarios en los siguientes años.

Por último, como propuestas para siguientes investigaciones sobre valoración plantear un análisis de sensibilidad frente a los distintos escenarios que presenta en el sector y economías como la colombiana, con respecto a cambios en la tasa de crecimiento del gradiente (g) que afecta el valor residual utilizando tres escenarios: optimista, moderado o pesimista y los aumentos o disminuciones en la tasa de descuento (WACC), y así conocer el valor de la empresa bajo distintos escenarios en valor presente. Además, identificar generadores y destructores de valor en la empresa, ya que el valor de la empresa se puede generar de otras fuentes, donde que al valorar la empresa por otros métodos de valoración es posible compararlos con este estudio e identificar similitudes, diferencias, ventajas y desventajas de cada metodología de valoración y, además la información considerada en la valoración por distintos métodos.

- Identificar los generadores de valor para la empresa para desarrollarlos y fortalecerlos e incrementar el valor de la empresa con el tiempo para atraer socios y posibilidades de inversión.
- Ampliar el portafolio elaborando productos mascotas y la piscicultura, que según la tendencia del mercado está en aumento tanto en clientes y consumo, y además utilizan las mismas materias que el concentrado que fábrica actualmente que permitirá obtener ingresos por ventas y más diversificación.
- Establecer políticas concretas en los correspondiente a la gestión de cartera, créditos para socios clientes, cuentas por cobrar e inventarios.
- Establecer presupuestos anuales de caja, inventarios, teoría y determinar el nivel de capital de trabajo y las inversiones de activos fijos necesarios que ayuden a prever situaciones futuras de los flujos de efectivos.
- Revisar la política de financiamiento por recursos propios y el impacto de esta en la estructura financiera, dado obtener financiación con obligaciones financiera tiene menores costos y obtienen beneficios tributarios.
- Implementar un sistema permanente para valorar, inversiones y evaluar los proyectos que emprenda la empresa que determinen la rentabilidad y liquidez de participar en estos.

Diagnóstico financiero y valoración bajo el método de flujo de caja descontados

Álvarez, García & Borraez (2006). *Las razones para valorar una empresa y los métodos empleados. Semestre Económico, volumen (18)*, p 59-83. Recuperado de:

<http://www.redalyc.org/articulo.oa?id=165013669003>

Court, (2009). *Aplicaciones para finanzas empresariales 1ra ed.* México D.F, México: Pearson Educación de México.

Fernández, P. (2008). *Métodos de valoración de empresas.* Madrid, España: IESE Business School – Universidad de Navarra. Recuperado de:

<https://media.iese.edu/research/pdfs/DI-0771.pdf>

Fernández, P. (2008). *Valoración de empresas por descuento de flujos: diez métodos y siete teorías.* Madrid, España: IESE Business School – Universidad de Navarra Recuperado de: <https://media.iese.edu/research/pdfs/DI-0766.pdf>

Galindo, (2005). *Fundamentos de valoración de empresas.* Cádiz, España: Recuperado de:

<https://books.google.com.co/books?id=EZKCK0ol6fMC&lpq=PP1&hl=es&pg=PA10#v=twopage&q&f=false>

García, (2008). *Análisis de factibilidad de una planta de balanceados para la prestación del servicio de maquila en el municipio de Funza (Tesis especialización).* Universidad De La Salle, Bogotá. Recuperado de: <http://hdl.handle.net/10185/1182>

Hernández y Gualdrón, (2014). *Estudio de valoración de empresas bajo el modelo de flujo de caja descontado. Revista Innovando en la U.* No. 6. p 93-101.

Hernández, Fernández y Baptista Lucio, (2014). *Metodología de la investigación científica.* México D.F., México: McGraw-Hill/Interamericana editores.

Jaime y Ramírez (2018). *Valoración de la empresa Postobón S.A. énfasis en good will (Tesis especialización).* Corporación Universitaria Minuto de Dios, Bogotá. Recuperado de: <https://repository.uniminuto.edu/handle/123456789/7325>

- John J. Wild, K. Subramanyam y F. Halsey, (2007). *Análisis de estados financieros*. McGraw-Hill Interamericana. México D. F., México: p 2-97.
- Ladino, (2015). *Análisis financiero de Leonisa S.A. y cálculo de los métodos alternativos de valoración de empresas flujo caja libre, APV y acuaristas* (Tesis especialización). Universidad Piloto de Colombia, Magdalena. Recuperado de:
<http://repository.unipiloto.edu.co/handle/20.500.12277/3719>
- Legiscomex, sistema de inteligencia comercial. (2017). *Informe sectorial de alimentos para animales en Colombia*. Recuperado de:
<https://www.legiscomex.com/BancoMedios/Documentos%20PDF/informe-sectorial-alimentos-para-animales-colombia-2017-completo-rci318.pdf>
- Legiscomex, sistema de inteligencia comercial. (2016). *Informe sectorial de alimentos para animales en Colombia*. Recuperado de:
<https://www.legiscomex.com/BancoMedios/Documentos%20PDF/informe-sectorial-alimentos-para-animales-colombia-2016.pdf>
- Ortiz, (2011). *Análisis financiero aplicado: y principios de administración financiera*. Bogotá, Colombia: Universidad Externado de Colombia.
- Prieto, (2010). *Análisis financiero*, Bogotá, Colombia: Fundación para la educación superior san mateo.
- Parra, (2014). *The valuation of a company requires a wide vision of business*. *Revista Gestión y Desarrollo* n° 2, p 7-19. Recuperado de:
https://www.udes.edu.co/images/facultades/ciencias_administrativas/REVISTA%20gestion_desarrollo_2_oct_2014.pdf

Diagnóstico financiero y valoración bajo el método de flujo de caja descontados

Parra, (2013). *Valoración de empresas: Métodos de valoración (Business valuations: valuation methods)*. *Contexto*, Vol. (2), p 87-100. Recuperado de:

<http://revistas.ugca.edu.co/index.php/contexto/article/view/44/341>

Rivera, León G. y Arévalo, (2011). *Diagnóstico al sector de alimentos balanceados para animales en Colombia*. Grupo de Investigación en Perdurabilidad Empresarial (GIPE) Universidad del Rosario, Bogotá D.C. Recuperado de:

<http://repository.urosario.edu.co/handle/10336/3342>

Robles, Nova y Montoya, (2018). *Valoración de la Compañía Safratec Holdings mediante el método de flujos de caja descontados*. (Tesis especialización). Universidad Piloto de Colombia, Magdalena. Recuperado de:

<http://repository.unipiloto.edu.co/handle/20.500.12277/4747>

Sáenz, (2015). *Valoración de la empresa Baltamar* (Tesis Especialización). Universidad De La Sabana, Cúcuta. Recuperado de: <http://hdl.handle.net/10818/15756>

Sequeda, (2014). *Finanzas corporativas y valoración de empresas: al alcance de todos*, Maracaibo, Venezuela: Ediciones de la U.

Arguedas, García y González (2016). *DIRECCIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA Un enfoque internacional*. Madrid, España: McGraw-Hill education. P 260 – 303.

Tovar y Muñoz, (2018). *Metodología para valoración financiera de PYMES colombianas utilizando flujos de efectivo*, *Civilizar: Ciencias Sociales y Humanas*, 18 (35), p. 139 - 162. Recuperado de: [10.22518/usergioa/jour/ccsh/2018.2/a11](https://doi.org/10.22518/usergioa/jour/ccsh/2018.2/a11)

Vidarte (2009). *El flujo de caja descontado como la mejor metodología en la determinación del valor de una empresa*. *Revista Gestión y Desarrollo*. Volumen 6. No. 2. p 103-110.

Recuperado de: https://www.usbcali.edu.co/sites/default/files/flujoDecaja_josevidarte.pdf