



**UNIVERSIDAD TECNOLÓGICA EQUINOCCIAL  
DIRECCIÓN GENERAL DE POSGRADOS**

**MAESTRÍA EN AUDITORÍA Y FINANZAS**

**“ANÁLISIS COMPARATIVO DEL MÉTODO DE VALORACIÓN DEL  
PATRIMONIO Y DE FLUJOS DE EFECTIVO DESCONTADO APLICADO A  
EMPRESAS DEL SECTOR HOTELERO ECUATORIANO, FRENTE A UNA  
POSIBLE OFERTA PÚBLICA DE ACCIONES”**

**Trabajo de grado presentado como requisito parcial para optar al grado de  
Magíster en auditoría y finanzas.**

**Autor:**

**Marco Antonio Yépez Olmedo**

**Director:**

**Eco. Francisco Vizcaíno, MBA**

**Quito, agosto del 2015**

**DEDICATORIA**

Con todo mi amor para mi esposa Regina y mi hija Violeta.

## **AGRADECIMIENTOS**

Doy gracias a Dios por darme esta oportunidad de aprendizaje y crecimiento como persona y profesional.

Mi esposa Regina que con su amor y apoyo fue el estímulo que necesité para emprender y culminar con éxito esta etapa académica.

Violeta por aceptar que no haya estado presente en determinados momentos y por darme ese cariño incondicional que me motiva.

Mis padres y hermanos que son un pilar y apoyo fundamental en mi vida.

Mis amigos y amigas, Eduardo, Otto, Lucy, Nancy y Anita, con quienes compartí incontables horas de estudio y momentos de alegría; estoy seguro que puedo contar con ellos, estarán en mi corazón siempre.

La Universidad Tecnológica Equinoccial y su cuerpo docente, en el cual confío mis conocimientos profesionales, en especial para mi director de tesis Econ.

Francisco Vizcaíno, una gran persona cuyos amplios conocimientos fueron de importante ayuda en el desarrollo de mi investigación.

## ÍNDICE

RESUMEN .....	1
CAPÍTULO I .....	2
INTRODUCCIÓN .....	2
1.1 Contextualización del problema .....	2
1.1.1 Planteamiento del problema .....	3
1.1.2 Sistematización del problema .....	3
1.1.3 Delimitación del problema .....	3
1.1.3.1. Delimitación Espacial .....	3
1.1.3.2. Delimitación Temporal.....	3
1.1.4 Antecedentes de la investigación.....	4
1.1.5 Marco teórico .....	6
1.1.5.1. Marco Teórico de la Variable Independiente .....	6
1.1.5.2. Marco Teórico de la Variable Dependiente .....	11
1.2 Objetivos de la investigación.....	13
1.2.1. Objetivo general.....	13
1.2.2. Objetivos específicos .....	13
1.3 Hipótesis .....	14
1.4 Identificación de variables .....	14
1.4.1. Variable independiente .....	14
1.4.2. Variable dependiente .....	14
1.5 Justificación de la investigación .....	14
1.6 Metodología de la investigación .....	15
1.6.1. Enfoque.....	15
1.6.2. Modalidad de la investigación .....	16
1.6.3. Tipo de investigación .....	16
1.6.4. Población y muestra .....	16
1.6.5. Recolección de información .....	17
1.6.6. Tratamiento de la información.....	17

CAPÍTULO II .....	18
TURISMO E INVERSIÓN EN ECUADOR.....	18
2.1 Panorama Mundial y Principales Indicadores .....	18
2.2 Turismo en Ecuador, generalidades y consideraciones.....	29
2.2.1 Turismo Receptor .....	30
2.2.2 Indicadores Turísticos.....	30
2.2.3 Indicadores Económicos.....	34
2.3 Plan Nacional del Buen Vivir 2013-2017 .....	37
2.3.1 Objetivos del Plan Nacional del Buen Vivir .....	38
2.3.2 Planes en desarrollo .....	38
2.4 Inversión e intervención .....	39
2.5 Perspectivas del Sector.....	39
2.6 Mercado de Valores .....	41
2.6.1. Clasificación del Mercado de Valores .....	41
2.6.2. Entidades de Control del Mercado de Valores en Ecuador.....	42
2.6.3. Participantes del Mercado de Valores .....	42
2.6.4. Beneficios y oportunidades .....	43
2.6.5. Valores que se negocian.....	44
2.6.5.1. Valores de Renta Variable.....	45
2.6.5.2. Valores de Renta Fija .....	45
2.6.6. Oferta Pública de Acciones.....	46
2.6.6.1. Oferta Pública Primaria de Acciones .....	47
2.6.6.2. Oferta Pública Secundaria de Acciones .....	47
2.6.6.3. Proceso de Emisión de Acciones .....	48
CAPITULO III .....	49
VALORACIÓN DE EMPRESAS .....	49
3.1. Conceptualizaciones y aspectos importantes .....	49
3.1.1 Fases .....	49
3.1.2 Períodos de valoración .....	51
3.1.3 Objetivo.....	52
3.1.4 Usuarios.....	53
3.2. Métodos de valoración de empresas.....	53

3.2.1	Métodos Basados en el balance (valor patrimonial) .....	54
3.2.1.1	Valor contable o del patrimonio .....	54
3.2.1.2	Valor Contable ajustado .....	55
3.2.1.3	Valor de liquidación .....	55
3.2.1.4	Valor substancial .....	55
3.2.2	Métodos basados por el descuento de flujos .....	56
3.2.2.1	Método General para el descuento de flujos de efectivo .....	56
3.2.2.1.1	Determinación del flujo de efectivo adecuado .....	57
3.2.2.1.2	Cálculo de la tasa de descuento .....	58
3.2.2.1.3	Cálculo del valor residual .....	59
3.2.2.1.4	Obtención del valor de la empresa .....	59
3.2.3	Métodos basados en la cuenta de resultados .....	60
3.2.3.1.	Valor de los beneficios Per (Price Earnings Ratio) .....	60
3.2.3.2.	Valor de los dividendos .....	60
3.2.3.3.	Múltiplo de las ventas .....	60
3.2.4	Métodos mixtos basados en el fondo de comercio o goodwill .....	60
3.3.	Principales diferencias conceptuales y de aplicación entre el método de valoración del patrimonio y el método de flujos de efectivo descontado .....	61
CAPÍTULO IV .....		62
APLICACIÓN Y ANÁLISIS DE LOS MÉTODOS .....		62
4.1	Obtención de la Muestra .....	62
4.1.1	Empresas seleccionadas .....	66
4.2	Estados Financieros y periodos a ser estudiados .....	67
4.2.1	Delimitación de aspectos comparables .....	68
4.2.2	Principales indicadores y análisis financiero .....	68
4.2.2.1.	Los Estados Financieros .....	68
4.2.2.1.1.	Estado de Posición Financiera .....	68
4.2.2.1.2.	Estado del Resultado Integral .....	73
4.2.2.2.	Razones Financieras .....	75
4.2.2.2.1.	Indicadores de Liquidez .....	75
4.2.2.2.2.	Indicadores de Actividad .....	77

4.2.2.2.3. Indicadores de Endeudamiento .....	78
4.2.2.2.4. Indicadores de Rentabilidad .....	80
4.3 Aplicación del Método de Valoración del Patrimonio.....	88
4.3.1 Valor contable ajustado (Valor Patrimonial).....	89
4.3.2 Resultados .....	93
4.4 Aplicación del Método de Flujos de Efectivo Descontado .....	94
4.4.1 Metodología .....	94
4.4.2 Determinación y obtención de proyecciones financieras. ....	94
4.4.3 Estados Financieros Proyectados.....	97
4.4.4 Cálculo y estimación de la tasa de descuento. ....	105
4.4.5 Obtención del valor de las empresas.....	109
4.5 Análisis de resultados .....	116
4.5.1 Comparación de los métodos aplicados .....	116
4.5.2 Método seleccionado para el sector .....	119
CAPÍTULO V .....	121
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES .....	121
5.1 Conclusiones.....	121
5.2 Recomendaciones.....	123
BIBLIOGRAFÍA .....	124
6.1 FUENTES CONSULTADAS.....	124
6.1.1 REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	124

## ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1, Llegada de Turistas Internacionales (millones).....	20
Gráfico 2, Crecimiento de Llegada de Turistas Internacionales (%).....	20
Gráfico 3, Crecimiento por Regiones, 2014 .....	21
Gráfico 4, Llegadas de Turistas Internacionales por Regiones, 2014 .....	22
Gráfico 5, Medios de Transporte en Turismo Receptor, 2014.....	24
Gráfico 6, Motivos de Visita del Turismo Receptor, 2014.....	24
Gráfico 7, Concentración de los Ingresos Mundiales por Turismo en Regiones, 2014 .....	26
Gráfico 8, Emisores de Turistas Internacionales, 2014 .....	28
Gráfico 9, Llegada de Turistas Internacionales a Ecuador .....	31
Gráfico 10, Entrada de Turistas Internacionales por Jefatura de Migración, 2013	32
Gráfico 11, Entrada de Turistas Internacionales según medio de transporte, 2013 .....	33
Gráfico 12, Motivo de Llegadas de Turistas Internacionales, 2013 .....	33
Gráfico 13, Entrada de Turistas Internacionales por grupos de edad, 2013 .....	34
Gráfico 14, Entradas de Turistas Internacionales por sexo, 2013 .....	34
Gráfico 15, Balanza Turística .....	35
Gráfico 16, Peso del Consumo Turístico Receptor en el PIB .....	36
Gráfico 17, Peso del Consumo Turístico Emisor en el PIB .....	36
Gráfico 18, Gasto Promedio del Turista Internacional .....	37
Gráfico 19, Ubicación Geográfica del Universo de empresas del estudio .....	64
Gráfico 20, Tipos de Empresa en el Universo .....	64
Gráfico 21, Composición de los Activos Corrientes con Activos Totales (%) .....	83
Gráfico 22, Composición de los Activos no Corrientes con Activos Totales (%) ..	84
Gráfico 23, Composición de los Pasivos Corrientes con Pasivos + Patrimonio (%) .....	85
Gráfico 24, Composición de los Pasivos no Corrientes con Pasivos + Patrimonio (%).....	85
Gráfico 25, Composición del Patrimonio con Pasivos + Patrimonio (%) .....	86
Gráfico 26, Crecimiento de los Ingresos, 2011-2014 .....	87

Gráfico 27, Crecimiento de los Ingresos, 2011-2014 .....	87
Gráfico 28, Crecimiento de los Costos y Gastos, 2011-2014 .....	88
Gráfico 29, Crecimiento de los Costos y Gastos, 2011-2014 .....	88
Gráfico 30, Resumen del Valor Patrimonial .....	93
Gráfico 31, Valor Patrimonial de la Acción .....	93
Gráfico 32, Casa Gangotena, Comparación de la Valoración .....	116
Gráfico 33, Plushotel (Holiday Inn), Comparación de la Valoración .....	117
Gráfico 34, Hoteles Decameron, Comparación de la Valoración .....	118
Gráfico 35, Hotel Colón, Comparación de las Valoraciones.....	118
Gráfico 36, Comparación del Valor de las Acciones .....	119

## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1, Tipos de Flujos de Fondos .....	10
Tabla 2, Llegadas de Turistas Internacionales por Sub Regiones, 2014 .....	23
Tabla 3, Ingresos por Turismo Internacional, crecimiento (%) .....	25
Tabla 4, Llegadas de Turistas Internacionales .....	27
Tabla 5, Ingresos por Turismo Internacional (US\$).....	27
Tabla 6, Gastos por Turismo Internacional, 2014.....	29
Tabla 7, Principales Mercados Emisores de Turismo para Ecuador .....	31
Tabla 8, Entrada de Turistas Internacionales por Regiones.....	32
Tabla 9, Ingresos por Turismo y por Exportaciones según producto principal (US\$) .....	35
Tabla 10, Balanza Turística.....	35
Tabla 11, Tipos de Flujos de Efectivo .....	57
Tabla 12, Empresas Hoteleras según su tamaño (CIIU: I5510.11) .....	63
Tabla 13, CIIU Actividad Turística, Servicios de alojamiento .....	63
Tabla 14, Universo de empresas del estudio .....	65
Tabla 15, Estados de Posición Financiera, Casa Gangotena, 2011-2014 .....	69
Tabla 16, Estados de Posición Financiera, Plushotel (Holiday Inn), 2011-2014 ..	70
Tabla 17, Estados de Posición Financiera, Hoteles Decameron, 2011-2014.....	71
Tabla 18, Estados de Posición Financiera, Hotel Colón, 2011-2014.....	72
Tabla 19, Estados del Resultado Integral, Casa Gangotena, 2011-2014.....	73

Tabla 20, Estados del Resultado Integral, Plushotel (Holiday Inn), 2011-2014....	74
Tabla 21, Estados del Resultado Integral, Hoteles Decameron, 2011-2014 .....	74
Tabla 22, Estados del Resultado Integral, Hotel Colón, 2011-2014 .....	75
Tabla 23, Razón Corriente, 2011-2014 .....	76
Tabla 24, Capital de Trabajo, 2011-2014 .....	76
Tabla 25, Rotación de Cuentas por Cobrar, 2011-2014 .....	77
Tabla 26, Rotación de Activos Totales, 2011-2014 .....	78
Tabla 27, Nivel de Endeudamiento, 2011-2014 .....	79
Tabla 28, Apalancamiento Total, 2011-2014.....	79
Tabla 29, Margen Neto de Utilidad, 2011-2014.....	80
Tabla 30, Rendimiento Sobre el Patrimonio (ROE), 2011-2014.....	81
Tabla 31, Rendimiento Sobre los Activos (ROA), 2011-2014 .....	82
Tabla 32, Resumen de Indicadores Financieros .....	82
Tabla 33, Valor Patrimonial, Casa Gangotena .....	89
Tabla 34, Valor Patrimonial, Plushotel (Holiday Inn) .....	90
Tabla 35, Valor Patrimonial, Hoteles Decameron.....	91
Tabla 36, Valor Patrimonial, Hotel Colón .....	92
Tabla 37, Proyección de Ingresos, 2015-2020 .....	95
Tabla 38, Proyección de Costos y Gastos, 2015-2020 .....	95
Tabla 39, Proyección de Activos Totales, 2015-2020 .....	95
Tabla 40, Proyección de Pasivos Totales, 2015-2020 .....	96
Tabla 41, Estados de Posición Financiera Proyectados, Casa Gangotena, 2015-2020 .....	97
Tabla 42, Estados del Resultado Integral Proyectados, Casa Gangotena, 2015-2020 .....	98
Tabla 43, Estados de Posición Financiera Proyectados, Plushotel (Holiday Inn), 2015-2020 .....	99
Tabla 44, Estados del Resultado Integral Proyectados, Plushotel (Holiday Inn), 2015-2020 .....	100
Tabla 45, Estados de Posición Financiera Proyectados, Hoteles Decameron, 2015-2020 .....	101
Tabla 46, Estados del Resultado Integral Proyectados, Hoteles Decameron, 2015-2020 .....	102

Tabla 47, Estados de Posición Financiera Proyectados, Hotel Colón, 2015-2020 .....	103
Tabla 48, Estados del Resultado Integral Proyectados, Hotel Colón, 2015-2020 .....	104
Tabla 49, Cálculo de (KD) Costo de la deuda de la empresa .....	108
Tabla 50, Cálculo de la tasa WACC .....	109
Tabla 51, Determinación de los Flujos de Efectivo Proyectados, Casa Gangotena .....	110
Tabla 52, Determinación de los Flujos de Efectivo Proyectados, Plushotel (Holiday Inn).....	111
Tabla 53, Determinación de los Flujos de Efectivo Proyectados, Hoteles Decameron.....	111
Tabla 54, Determinación de los Flujos de Efectivo Proyectados, Hotel Colón ...	112
Tabla 55, Valor Estimado de Casa Gangotena .....	114
Tabla 56, Valor Estimado de Plushotel (Holiday Inn) .....	114
Tabla 57, Valor Estimado de Hoteles Decameron.....	115
Tabla 58, Valor Estimado de Hotel Colón .....	115
Tabla 59, Comparación del Valor de las Empresas .....	116

## **RESUMEN**

En el presente trabajo se encuentra una investigación realizada respecto a la conceptualización y metodologías de valoración de empresas aplicado para entidades del sector turístico en la rama hotelera del Ecuador.

El primer capítulo delimita el trabajo de investigación, su justificación y objetivos relativos al mismo. El segundo capítulo está enfocado al análisis del sector económico del turismo, tanto a nivel internacional como a nivel nacional; se presentan datos y estadísticas sobre los flujos de turistas, los ingresos económicos de los mismos, y las perspectivas a futuro del sector. El tercer capítulo proporciona una idea general sobre los aspectos teóricos de la valoración de empresas, en este capítulo se encuentra la definición, los conceptos básicos, una explicación de cada uno de los métodos más importantes que se conoce actualmente sobre valoración de empresas. En el cuarto capítulo se realizan los análisis financieros de las empresas tomadas como muestras, se proyectan sus partidas contables y se definen los flujos de efectivo. En base a las metodologías aplicadas en este capítulo se obtuvieron los resultados de las valoraciones en los dos métodos, pudiendo compararlos y definir el método más adecuado de valoración para el sector.

## **ABSTRACT**

The present work is an investigation regarding the conceptualization of business valuation methodologies applied to entities of the tourism sector of Ecuador. The first chapter outlines the investigation work and objectives. The second chapter focuses on the analysis of the tourism industry, both internationally and nationally; data and statistics on tourist flows, income thereof, and future prospects of the sector are presented. The third chapter provides an overview of the theoretical aspects of business valuation, definition an explanation of each of the methods currently known about business valuation. In the fourth chapter the financial analysis of the companies taken as samples were made, in addition items and cash flows were determined. Based on the methodologies used in this chapter the results of the assessments were obtained in the two methods, and can compare and identify the most appropriate method of valuation for the tourism sector.

## **CAPÍTULO I INTRODUCCIÓN**

### **1.1 Contextualización del problema**

Hemos podido observar un número importante de fusiones, escisiones y adquisiciones de empresas en el Ecuador en los últimos años, principalmente con la intención de mejorar la posibilidad de competir en un mundo cada vez más globalizado.

El crecimiento en el sector turístico en general y en el sector hotelero en particular, junto con la actual situación económica de inversión pública e incentivos fiscales en Ecuador, pone en manifiesto la necesidad de cambios estratégicos en el sector; en muchos casos éstos movimientos van a propiciar transacciones corporativas, con lo cual la valoración de las empresas va a tener un protagonismo importante.

Sin embargo el desarrollo de los mercados especialmente en nuestra región es todavía incipiente (Jenkins, 2012); es por esta razón que es muy importante que los empresarios puedan comprender los métodos de valoración y supuestos inherentes necesarios para dar valor a los negocios, incluyendo los errores comunes al tratar de estimar el valor.

Los modelos de valoración han ido evolucionando, ajustándose a las características que, en virtud de sus planes o como consecuencia de las diferentes políticas de gobierno, posee cada sector tanto como a los cambios en la economía (Sánchez, 1999). En este contexto los métodos de valoración de empresas no han sido investigados a profundidad en el entorno empresarial ecuatoriano.

Con estos parámetros, esta investigación lo que se busca es describir y analizar las diferencias entre el Método de Valoración del Patrimonio y el Método de Flujos de Efectivo Descontados, encontrando las principales distorsiones y determinar el método más apropiado de acuerdo a las características de cada situación, para determinar la factibilidad y uso de estos dos modelos en una posible oferta pública de acciones en el mercado bursátil ecuatoriano para las empresas del sector hotelero.

### **1.1.1 Planteamiento del problema**

En el Ecuador el desarrollo del sector turístico tiene un potencial importante al que se ha apostado desde la perspectiva gubernamental con miras a transformar la matriz productiva del país, es por esto que las empresas que se desenvuelven en el área turística, específicamente hotelera tendrán la necesidad de buscar opciones de financiamiento que permitan fortalecer sus finanzas a fin de asumir los retos que genera una industria, para lo cual una de las opciones es la de ofertar sus acciones en un mercado público y ampliar sus negocios con nuevos inversores. Para todo lo anterior las empresas deberán contar con información financiera fidedigna sobre el valor de las mismas, que permita llegar a una cifra que sirva de base para la toma de decisiones del futuro inversionista.

### **1.1.2 Sistematización del problema**

- ¿Cuál es la situación del sector hotelero en el Ecuador?
- ¿Cuáles son los métodos de valoración de empresas más usados?
- ¿Cuáles son las principales diferencias conceptuales y prácticas entre el Método de Valoración del Patrimonio y Método de Flujos de Efectivo Descontados?
- ¿Son aplicables los Métodos de Valoración de Empresas en el entorno empresarial hotelero ecuatoriano, y qué beneficios existirán en la correcta aplicación de las metodologías de valoración para una posible oferta pública de acciones?

### **1.1.3 Delimitación del problema**

#### **1.1.3.1. Delimitación Espacial**

La investigación será realizada para empresas del sector turístico (hotelero) del Ecuador con categoría 4 y 5 estrellas.

#### **1.1.3.2. Delimitación Temporal**

La investigación será realizada en los periodos fiscales 2011 y 2014.

#### **1.1.4 Antecedentes de la investigación**

La literatura financiera es extensa en la estimación del valor de una compañía mediante el uso de varios métodos y en general se puede observar que dichas metodologías determinan resultados similares (Falcó Montesinos & González Sánchez, 2003). El desarrollo de una teoría capaz de explicar el valor económico de una empresa y poner en práctica una metodología para su aplicación ha sido objeto de numerosos estudios.

Pero no hay duda que el proceso de valoración de empresas constituye dentro de la gestión empresarial uno de los temas centrales para la toma de decisiones; independientemente de los métodos más utilizados se deben analizar los diferentes factores que afectan al proceso, como son el crecimiento, la rentabilidad el tipo de interés y por sobre todo el riesgo.

Una empresa tiene distinto valor tanto para compradores como para vendedores; según (Fernández, 2008) 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. En este contexto existe una cantidad importante de factores intangibles que hacen que el valor de una empresa sea un monto de importancia relativa, como es, el renombre de la marca tanto local como internacional.

Una valoración sirve para muy distintos propósitos, como pueden ser, vender parte o la totalidad de la empresa o emitir obligaciones, sin embargo analizaremos las operaciones para compraventa con opción de cotizar y ofertar públicamente las acciones; en esta relación, para el comprador la valoración indicará el precio máximo a pagar y para el vendedor el precio mínimo por que debe vender, además de poder estimar hasta cuánto pueden estar dispuestos a ofrecer distintos compradores en el mercado público.

Con el objetivo de tener el valor de la empresa, se deberá analizar las metodologías considerando los aspectos inherentes al sector turístico en el área hotelera; se estudiarán dos de los métodos de valoración más usados en el ámbito financiero, el Método de Flujos de Efectivo Descontados y el Método de Valoración del Patrimonio.

El costo histórico se ha adoptado como criterio de estimación de valor de una empresa, aunque las partidas contables de los estados financieros estén reconocidas en su Valor Razonable de acuerdo con lo establecido por las Normas Internacionales de Información Financiera, cuyo marco normativo es de aplicación para las empresas ecuatorianas. Los montos reflejados en el patrimonio no necesariamente estarán reconocidos en su valor de mercado, lo que indicaría que su patrimonio no corresponde a la real cuantía de las participaciones o acciones de los propietarios de la empresa.

Esta situación hace necesaria realizar una estimación del valor de la empresa con criterios diferentes, dentro de los cuales se encuentra el flujo del efectivo descontado puesto que brinda información suficiente para una buena valoración, en especial para empresas hoteleras donde la inversión se espera que genere y permanezca en el tiempo.

El sector turístico ecuatoriano es uno de los principales ejes económicos que el gobierno nacional busca dinamizar para poder aprovechar de una manera responsable los recursos ecológicos y geográficos que posee el Ecuador que conllevará a la generación de fondos no petroleros, principal objetivo del cambio de la matriz productiva.

El gobierno ecuatoriano aumentará su presupuesto anual para turismo de 40 millones de dólares en el año 2013 a 660 millones de dólares durante los próximos 4 años siguientes (Ministerio de Turismo, 2014), con el objetivo de convertir al país en una potencia turística a nivel mundial.

Sin embargo de las futuras inversiones, el desarrollo del turismo ha sido significativo en el Ecuador en los últimos años y se perfila como un destino líder de inversiones dado que se han otorgado facilidades e incentivos para motivar la apuesta económica en el país.

En la Conferencia Sudamericana de Inversión en Hotelería y Turismo realizada en Quito en el año 2014 se destacó el enorme potencial turístico que posee el Ecuador y el gran esfuerzo que hace el país para captar inversiones, un ejemplo de ello es la campaña "All You Need is Ecuador", lo cual lo convierte en un destino atractivo para realizar inversiones, no solo en ciudades principales sino también en ciudades donde existe la posibilidad de establecer hoteles de lujo y resorts por existir mayor disponibilidad de espacio para construcción.

Todos estos incentivos crean oportunidades para generar empleo y generan seguridad para que las empresas inviertan en el Ecuador, así se logrará el ingreso de divisas con la finalidad de que el sector turístico sea uno de los principales generadores de divisas en la economía nacional.

De acuerdo con la Subsecretaría de Inversión y Fomento Turístico del Ministerio de Turismo, grandes cadenas hoteleras han anunciado que se invertirán recursos en Ecuador, entre otras, Karibao en Guayas 700 millones, Las Olas en Guayas 550 millones, Torres Elite en Pichincha 250 millones, San Juanito en Santa Elena 100 millones; en resumen empresarios turísticos privados tienen previsto invertir cerca de US\$2.160 millones en infraestructura hotelera en Ecuador desde el año 2014 hasta el año 2020 (Ministerio de Turismo, 2014).

### **1.1.5 Marco teórico**

#### **1.1.5.1. Marco Teórico de la Variable Independiente**

La principal cuestión para invertir en una empresa es sobre el valor de la misma, conviene comprar o vender? Y en función de qué variables se puede determinar dicho valor, cotice o no sus acciones en el público.

Según (Fabregat, 2009) existen dos aproximaciones para responder esas cuestiones, el análisis técnico y la valoración fundamental. El análisis técnico se aplica a empresas que cotizan en la bolsa de valores y su metodología se basa en el estudio histórico, tendencias y volúmenes, trata de predecir los movimientos de las acciones a corto y mediano plazo. Para la valoración fundamental se puede aplicar a todas las empresas coticen o no en la bolsa de valores.

Cuando hablamos de valoración, es importante definir y separar el valor del precio. El valor es subjetivo puesto que depende de la utilidad para el inversor, por lo tanto no hay un monto único o final; el precio es fruto de un acuerdo por lo que será un valor único.

Para llegar al precio será necesario empezar por la valoración que conllevará a una fase de negociación y de ésta dependerá la existencia de un precio.

En la presente investigación analizaremos los métodos convencionales de valoración de empresas: Método del Patrimonio y Método de Flujos de Efectivo Descontados, de acuerdo con (Moyer, 2005), explicando las variables

fundamentales que intervienen y las limitaciones de cada método para ser aplicado en empresas del sector hotelero ecuatoriano.

### **Valoración de Empresas por el Método del Patrimonio**

El Método del Patrimonio forma parte de los métodos basados en el balance, los cuales tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación del valor de su patrimonio.

Se trata de métodos tradicionalmente utilizados que consideran que el valor de una empresa radica fundamentalmente en su balance o en sus activos. Proporcionan el valor desde una perspectiva estática que, por tanto, no tiene en cuenta la posible evolución futura de la empresa, el valor temporal del dinero, ni otros factores que también le afectan. (Fernández, 2008), como pueden ser: el sector y sus problemas macro, recursos humanos, organización interna, y otros factores que no se ven reflejados en los estados financieros.

Este método tiene varias deficiencias, puesto que la contabilidad nos relata una versión de la historia de la empresa, mientras que el valor de las acciones depende de las expectativas; es por esto que no siempre el valor patrimonial o contable coincide con el valor de mercado; sin embargo debemos considerar que las empresas en el Ecuador (aquellas controladas por la Superintendencia de Compañías) presentan sus estados financieros de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera de manera obligatoria, y en ese contexto tanto los activos como los pasivos reconocidos en los estados financieros están a su valor razonable.

El valor contable de las acciones (también llamado valor en libros, patrimonio neto o fondos propios de la empresa) es el valor de los recursos propios que figuran en el balance (capital social y reservas) (Moyer, 2005). Se determina la valoración de la empresa mediante la siguiente ecuación:

$$\text{Valor de la Empresa (Patrimonio Neto)} = \text{Activos} - \text{Pasivos}$$

Dónde:

## **Activos**

Los activos de una empresa proceden de transacciones u otros sucesos ocurridos en el pasado. Las empresas obtienen los activos mediante su compra o producción, pero también pueden generarse activos mediante otro tipo de transacciones.

Los beneficios económicos futuros incorporados a un activo consisten en el potencial del mismo para contribuir directa o indirectamente, a los flujos de efectivo y de otros equivalentes al efectivo de la entidad. Puede ser de tipo productivo, constituyendo parte de las actividades de operación de la entidad. Puede también tomar la forma de convertibilidad en efectivo u otras partidas equivalentes, o bien de capacidad para reducir pagos en el futuro, tal como cuando un proceso alternativo de manufactura reduce los costos de producción (IFRS Foundation, 2015).<sup>1</sup>

## **Pasivos:**

Los pasivos proceden de transacciones u otros sucesos ocurridos en el pasado. Así, por ejemplo, la adquisición de bienes y el uso de servicios dan lugar a las cuentas por pagar (a menos que el pago se haya anticipado o se haya hecho al contado), y la recepción de un préstamo bancario da lugar a la obligación de reembolsar la cantidad prestada.

Una característica esencial de todo pasivo es que la entidad tiene contraída una obligación en el momento presente. Un pasivo es un compromiso o responsabilidad de actuar de una determinada manera. Las obligaciones pueden ser exigibles legalmente como consecuencia de la ejecución de un contrato o de un mandato contenido en una norma legal. Este es normalmente el caso, por ejemplo, de las cuentas por pagar por bienes o servicios recibidos. No obstante, las obligaciones también aparecen por la actividad normal de la entidad, por las costumbres y por el deseo de mantener buenas relaciones comerciales o actuar de forma equitativa. Si, por ejemplo, la entidad decide, como medida política, atender a la rectificación de fallos en sus productos incluso cuando éstos aparecen después del periodo normal de garantía, los importes que se espere desembolsar respecto a los bienes ya vendidos son también pasivos para la entidad (IFRS Foundation, 2015).

---

<sup>1</sup> IFRS por sus siglas en inglés (International Financial Reporting Standards) Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

**Patrimonio:**

El patrimonio es la parte residual de los activos de la empresa, una vez deducidos todos sus pasivos.

Aunque el patrimonio ha quedado definido, en el párrafo precedente, como un residuo o resto, puede subdividirse a efectos de su presentación en el balance. Por ejemplo, en una sociedad por acciones pueden mostrarse por separado los fondos aportados por los accionistas, las ganancias acumuladas, las reservas específicas procedentes de ganancias y las reservas por ajustes para mantenimiento del capital. Esta clasificación puede ser relevante para las necesidades de toma de decisiones por parte de los usuarios de los estados financieros, en especial cuando indican restricciones, sean legales o de otro tipo, a la capacidad de la entidad para distribuir o aplicar de forma diferente su patrimonio. También puede servir para reflejar el hecho de que las partes con intereses en la propiedad de la entidad, tienen diferentes derechos en relación con la recepción de dividendos o el reembolso del capital (IFRS Foundation, 2015).

**Valor Razonable:**

El importe por el que un activo podría ser intercambiado, un pasivo liquidado, o un instrumento de patrimonio concedido podría ser intercambiado, entre partes interesadas y debidamente informadas, en una transacción realizada en condiciones de independencia mutua (IFRS Foundation, 2015).

Con esta consideración se puede deducir que los estados financieros y sus partidas que los componen se aproximan a los valores de mercado en determinado momento; esto conllevaría a evitar el ajuste que se debería realizar para alcanzar el valor patrimonial ajustado a valor de mercado cuando las cuentas de los estados financieros están medidos al costo histórico.

**Valoración de Empresas por el Método de Flujo de Efectivo Descontado**

El método de valoración de empresas por el Método de Flujos de Efectivo Descontado requiere detallar las dos variables clave del mismo, que son, los flujos de caja y la tasa de actualización o descuento. “Consiste en proyectar flujos de caja a un periodo determinado y descontarlos como una perpetuidad o anualidad” (Martínez, 2008).

Este método considera a la empresa como una entidad generadora de flujos, y para obtener el valor de la empresa se calcula el valor actual de dichos flujos utilizando una tasa de descuento apropiada que refleje los riesgos del negocio.

Según la definición de Irving Fisher, quien fue el primer gran economista estadounidense, explica la relación entre el valor de los activos y los flujos que estos producen de la siguiente manera:

Parece que la renta tiene que derivarse del capital y, en cierto sentido, es así, la renta se deriva de los bienes de capital. Pero el valor de la renta no deriva del valor de los bienes de capital. Al contrario, el valor del capital deriva del valor de la renta. Hasta que no sepamos cuánta renta derivará de un bien de capital no podremos hacer una valoración de éste. Es verdad que la cosecha de trigo deriva de la tierra que lo produce, pero el valor de la cosecha no depende del valor de la tierra. Por el contrario, el valor de la tierra depende del valor esperado de sus cosechas (Fisher, 1999).

El método de flujo de efectivo descontado se basa en el pronóstico detallado de cada una de las partidas que conforman los estados financieros y que generan flujo en cada periodo, por ejemplo, pagos de salarios, cobros a clientes, pagos administrativos y de ventas, entre otros.

Los diferentes tipos de flujos de fondos que pueden considerarse para la valoración de empresas por el método de flujos de efectivo descontado y las tasas de descuento apropiadas para cada flujo son:

**Tabla 1, Tipos de Flujos de Fondos**

Flujo de Fondos	Tasa de Descuento Apropriada
CFac. <b>Flujo de fondos para los accionistas</b>	<b>Ke.</b> Rentabilidad exigida a las acciones
CFd. <b>Flujo de fondos para la deuda</b>	<b>Kd.</b> Rentabilidad exigida a la deuda
FCF. <b>Flujo de fondos libre (free cash flow)</b>	<b>WACC.</b> Costo promedio ponderado de los recursos (deuda y capital)
CCF. <b>Capital cash flow</b>	<b>WACC</b> antes de impuestos

Fuente: (Fernández, Métodos de Valoración de Empresas, 2008)

Según (Fernández, 2008) en la valoración basada en el descuento de flujos se determina una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. La determinación de la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se

realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y en la práctica, muchas veces el tipo de descuento mínimo lo marcan los interesados, compradores o vendedores no dispuestos a invertir o a vender por menos de una determinada rentabilidad.

#### **1.1.5.2. Marco Teórico de la Variable Dependiente**

De acuerdo a la normativa de la Organización Mundial del Turismo, se considera el término viaje a la actividad de los viajeros. Un viajero es toda persona que se desplaza entre dos lugares geográficos distintos por cualquier motivo y duración (Organización Mundial del Turismo, 2008). La palabra turismo, etimológicamente se deriva del latín “tornus” que significa vuelta o movimiento; hoy en día cuando se ofrece un viaje turístico se invita a participar de un “tour”.

Los viajes realizados dentro de un país por sus residentes se denominan viajes internos. Los viajes a un país efectuados por no residentes se conocen como viajes receptores, mientras que los viajes realizados fuera de un país por sus residentes se denominan viajes emisores.

Desde una perspectiva económica, se define al turismo como las actividades realizadas por los visitantes. Los viajes realizados por los visitantes se consideran viajes turísticos.

Un visitante es una persona que viaja a un destino principal distinto al de su entorno habitual, por una duración inferior a un año, con cualquier finalidad principal (ocio, negocios, salud, educación u otro motivo personal) que no sea la de ejercer una actividad remunerada para una entidad residente en el país o lugar visitado (Organización Mundial del Turismo, 2008).

#### **Turismo Receptor**

Engloba las actividades realizadas por un visitante no residente en el país de referencia, como parte de un viaje turístico receptor.

#### **Viaje Turístico**

El término viaje turístico designa todo desplazamiento de una persona a un lugar fuera de su lugar de residencia habitual, desde el momento de su salida hasta su regreso. Por lo tanto, se refiere a un viaje de ida y vuelta. Los viajes realizados por los visitantes son viajes turísticos. El motivo principal de un viaje ayuda a

determinar si éste puede considerarse un viaje turístico y si el viajero puede considerarse un visitante. Si el motivo principal del viaje es realizar un trabajo a cambio de una remuneración, entonces el viaje no puede considerarse como un viaje turístico y el viajero no puede considerarse un visitante, sino otro viajero.

### **Ingreso por Turismo**

Los ingresos por turismo internacional son las ganancias que se generan en los países de destino por gasto en alojamiento, manutención, transporte interior, ocio, compras y otros bienes y servicios. En términos macroeconómicos, el gasto de los visitantes internacionales se contabiliza como exportaciones en el país de destino y como importaciones en el país de residencia del visitante.

### **Otras consideraciones**

El turismo es considerado como un fenómeno cultural, social y económico relacionado con el movimiento de las personas a lugares que se encuentran fuera de su residencia habitual. Estas personas se denominan visitantes (que pueden ser turistas residentes o no) y el turismo tiene que ver con sus actividades, de las cuales algunas implican un gasto turístico.

Es por esto que el turismo, genera directa e indirectamente un aumento de la actividad económica en los lugares visitados, fundamentalmente debido a la demanda de bienes y servicios que deben producirse y prestarse para atender las necesidades de los visitantes.

En los últimos años el turismo ha demostrado ser una actividad económica sorprendentemente fuerte con una capacidad impresionante para contribuir con la recuperación económica, puesto que genera miles de millones de dólares en aportaciones y crea miles de puestos de trabajo. Esto ha ocurrido en distintos destinos en todo el mundo, en el caso de Europa el turismo está ayudando a consolidar la salida de la crisis del año 2008, según lo afirmó Taleb Rifai, Secretario General de la Organización Mundial del Turismo (Spain Global Tourism Forum, 2014).

El Objetivo 10 del Plan Nacional del Buen Vivir 2013-2017 “Impulsar la transformación de la matriz productiva” se desarrolló por la necesidad de diversificar la economía ecuatoriana, puesto que está basada en la extracción de

sus recursos naturales por lo tanto es vulnerable a las fluctuaciones de precios en los mercados internacionales, especialmente en el sector petrolero.

Durante los últimos veinte años no se observa un cambio estructural en los patrones de producción y los bienes importados presentan una tendencia creciente. Aunque existen incentivos para nuevas inversiones privadas e intervenciones públicas no se han traducido todavía en procesos productivos nacionales que resulten en una efectiva sustitución de importaciones.

El objetivo 10.3.g “Impulsar al turismo como una de los sectores prioritarios para la atracción de inversión nacional extranjera” con lo cual se busca consolidar al turismo como uno de los ejes dinamizadores de la economía ecuatoriana, tanto para generar empleo y recursos como para la satisfacción de la demanda turística; para ello se promueve la inversión en facilidades e intervenciones públicas con la finalidad de potencializar las condiciones de la oferta turística nacional, fomentando el desarrollo local que genere oportunidades equitativas en el marco del Buen Vivir (Secretaría Nacional de Planificación y Desarrollo).

## **1.2 Objetivos de la investigación**

### **1.2.1. Objetivo general**

Realizar un análisis comparativo a las metodologías de Valoración de Empresas denominadas: Método de Valoración del Patrimonio y Método de Flujos de Efectivo Descontados, para determinar su aplicabilidad en el entorno empresarial ecuatoriano del sector hotelero, de cara a una posible oferta pública de acciones.

### **1.2.2. Objetivos específicos**

- Establecer cuál es la situación del sector hotelero en el Ecuador.
- Identificar cuáles son los métodos de valoración de empresas más usados.
- Determinar cuáles son las principales diferencias conceptuales y prácticas entre el Método de Valoración del Patrimonio y Método de Flujos de Efectivo Descontados.
- Establecer la aplicabilidad y beneficios de los Métodos de Valoración de Empresas en el entorno empresarial hotelero ecuatoriano de cara a una oferta pública de acciones.

### **1.3 Hipótesis**

El análisis comparativo de las metodologías de valoración de empresas: Valoración del Patrimonio y Flujos de Efectivo descontado podrán ser aplicadas en el sector hotelero ecuatoriano de cara a una posible oferta pública de acciones.

### **1.4 Identificación de variables**

#### **1.4.1. Variable independiente**

Métodos de Valoración de Empresas

#### **1.4.2. Variable dependiente**

Desarrollo del sector turístico, rama hotelera.

### **1.5 Justificación de la investigación**

Las empresas ecuatorianas han sido calificadas durante mucho tiempo como ineficientes debido a un supuesto crecimiento lento tanto económicamente como corporativamente según (Muñoz Benitez, 2013); esta visualización ha llevado a pensar que las empresas en el Ecuador no tengan un verdadero valor económico para entrar no solo a competir en el mercado sino para ser objeto de transacción bursátil.

El gobierno ecuatoriano está apuntalando con inversión pública e incentivando la inversión privada en el sector turístico en el área hotelera en particular; con ésta perspectiva se pone en manifiesto una posible oferta pública de acciones con lo cual la valoración de las empresas del sector será fundamental para las posibles transacciones.

Dentro de la investigación financiera, uno de los temas principales es la valoración de las empresas y por múltiples motivos, este proceso de valoración es fundamental para una posible oferta pública de acciones. No obstante el tema de valorar las empresas bajo criterios financieros y técnicos es relativamente poco analizado y profundizado en nuestro país, esto se debe a diversas razones, entre la más relevante puedo citar a las complejidades y dificultades en conseguir información estadística e histórica de las empresas.

La piedra angular en el proceso de estimar el valor de una empresa radica en que no existe un único enfoque para este tratamiento y durante muchos años

la teoría financiera ha buscado nuevos modelos de valoración, mejorando los existentes.

Estos métodos de valoración son muy diversos y cada uno de ellos se aplica de acuerdo a ciertas variables, como son: tipo de empresa, flujo de fondos, estructura del capital, manejo corporativo, cotización en mercado público, entre otras. Una variable que ha marcado diferencia y ha revolucionado la forma de valorar a las empresas son los intangibles; en la actualidad no se concibe a una empresa como negocio sino como marca y reputación. La proporción de los activos intangibles en el conjunto de los activos totales de la empresa es, en muchos casos, superior a la de los activos materiales, sin embargo el valor de la mayoría de ellos no figura en su balance, pues la falta de transparencia o la ausencia de un mercado de referencia dificultan su valoración (Lev, 2001).

La valoración de una empresa ayuda a la toma de decisiones, ya que cuando los usuarios de los estados financieros cuentan con información completa, pueden desarrollar nuevas estrategias, aumentar la productividad, recuperar sus inversiones, controlar las ventas, ser más competitivos y por ende, generadores de productividad y riqueza social. Una valoración realizada con fundamentos teóricos y técnicos permanece en el tiempo, sin embargo es altamente dependiente de la información disponible por lo tanto debe ser actualizada cada que se produzca nueva información.

Se puede reconocer que el tema de valorar a una empresa ha trascendido desde el campo académico y profesional hasta el de opinión pública; se puede evidenciar que el valor pagado por una empresa puede interesar tanto al inversor como inclusive al sujeto activo de recaudación de impuestos.

## **1.6 Metodología de la investigación**

### **1.6.1. Enfoque**

El enfoque de esta investigación fue cualitativo y cuantitativo, puesto que se analizaron los aspectos cualitativos tanto de las empresas hoteleras y su entorno como lo métodos de valoración de empresas para llegar al precio de las acciones a ser cotizadas, analizando las diferencias en las aplicaciones de los métodos a ser revisados.

El enfoque cualitativo según (Reichart, 2001) trata de conocer los hechos, procesos, estructuras y personas en su totalidad, y no a través de la medición de algunos de sus elementos. La misma estrategia indica ya el empleo de procedimientos que dan un carácter único a las observaciones y entrevistas.

A su vez el enfoque cuantitativo usa la recolección de datos para probar una hipótesis con base en la medición numérica y el análisis estadístico, para establecer patrones de comportamiento y probar teorías (Reichart, 2001).

### **1.6.2. Modalidad de la investigación**

La presente investigación fue mediante la modalidad Documental y Bibliográfica, debido a que utilizará información y datos recopilados ya existentes de fuentes oficiales tanto públicas como privadas.

### **1.6.3. Tipo de investigación**

La investigación aplicará estudio descriptivo; dado que se llevará a cabo un análisis de los métodos de valoración de empresas especificando las propiedades importantes de los mismos en la aplicación en los estados financieros.

El estudio será de tipo longitudinal, en función de que se recolectará información en distintos momentos temporales, particularmente sobre eventos pasados.

Según (Sabino, 1996) en los estudios descriptivos su preocupación primordial radica en describir algunas características fundamentales de conjuntos homogéneos de fenómenos, utilizando criterios sistemáticos que permitan poner de manifiesto su estructura o comportamiento.

### **1.6.4. Población y muestra**

El análisis y estudio se realizará en un universo comprendido por las empresas ecuatorianas controladas por la Superintendencia de Compañías cuya actividad sea el turismo en el área hotelera en las características determinadas por la Organización Mundial del Turismo como 4 y 5 estrellas.

La población será de empresas domiciliadas en las provincias de Pichincha, Guayas, Esmeraldas y Santa Elena.

**1.6.5. Recolección de información**

Mediante la modalidad documental y bibliográfica, se recolectará la información necesaria para la investigación en fuentes oficiales tanto para datos públicos sobre turismo como datos privados sobre información financiera de las empresas previamente seleccionadas en la muestra.

**1.6.6. Tratamiento de la información**

La información recolectada se procesará y presentará en cuadro de resultados de esta manera se podrá obtener una mayor claridad sobre los resultados obtenidos. Mediante representaciones gráficas, se demostrarán las tendencias y otros datos estadísticos resultantes de procesamiento de información.

## CAPÍTULO II

### TURISMO E INVERSIÓN EN ECUADOR

#### 2.1 Panorama Mundial y Principales Indicadores

El turismo ha experimentado un continuo crecimiento y una intensa diversificación, hasta convertirse en uno de los principales sectores económicos que crecen con mayor rapidez en el mundo. El turismo mundial guarda una estrecha relación con el desarrollo de la economía de un país, puesto que es un fenómeno social, cultural y económico relacionado con el movimiento de las personas por motivos mayormente de ocio.

En muchos países del mundo el negocio del turismo llega a igualar e inclusive a superar el volumen de las exportaciones de petróleo y sus derivados; convirtiéndose el turismo en uno de los principales fuentes de ingresos de numerosos países en desarrollo, puesto a que existe un incremento en la actividad económica fundamentalmente por la demanda de bienes y servicios que deben producirse y prestarse en los lugares visitados debido a la actividad del turismo. El turismo ocupa el 9% del PIB<sup>2</sup> mundial; usa 1 de cada 11 empleos en el mundo y es responsable del 6% de las exportaciones mundiales. Para muchos países, el turismo es una fuente vital de ingresos de moneda extranjera y un elemento importante para su economía.

La importancia económica del turismo es diferente en cada una de las regiones del mundo y la misma no se desarrolla al mismo ritmo de crecimiento de los países, este hecho se debe, fundamentalmente, a la incidencia de varios factores, que según (Organización Mundial del Turismo, 2010) se destacan los siguientes:

- Grado de desarrollo y crecimiento económico
- Renta disponible de la población
- Tiempo destinado al ocio
- Aspectos demográficos (diferencias en la edad media de la población, tamaño de la población).
- Entorno político
- Costumbres y creencias religiosas

---

<sup>2</sup> PIB, Producto Interno Bruto

- Nivel general de educación
- Grado de desarrollo tecnológico

Muchos de estos factores están relacionados entre sí, cuanto más sea el desarrollo económico de una región, mayor será su desarrollo tecnológico, a su vez la renta disponible del ciudadano promedio, su nivel de educación y su tiempo destinado para el ocio favorecen el desarrollo y crecimiento del turismo.

El turismo es la clave para el desarrollo y el progreso socioeconómico y durante las últimas seis décadas el turismo ha experimentado una continua expansión, a los destinos turísticos tradicionales como Europa y América del Norte se han sumado mucho otros más. Aunque en el mundo han ocurrido conmociones y crisis, las llegadas de turistas internacionales registran un crecimiento importante casi ininterrumpido; desde los 25 millones de turistas internacionales en el año 1950, 278 millones en 1980 y 1.087 millones en 2013.

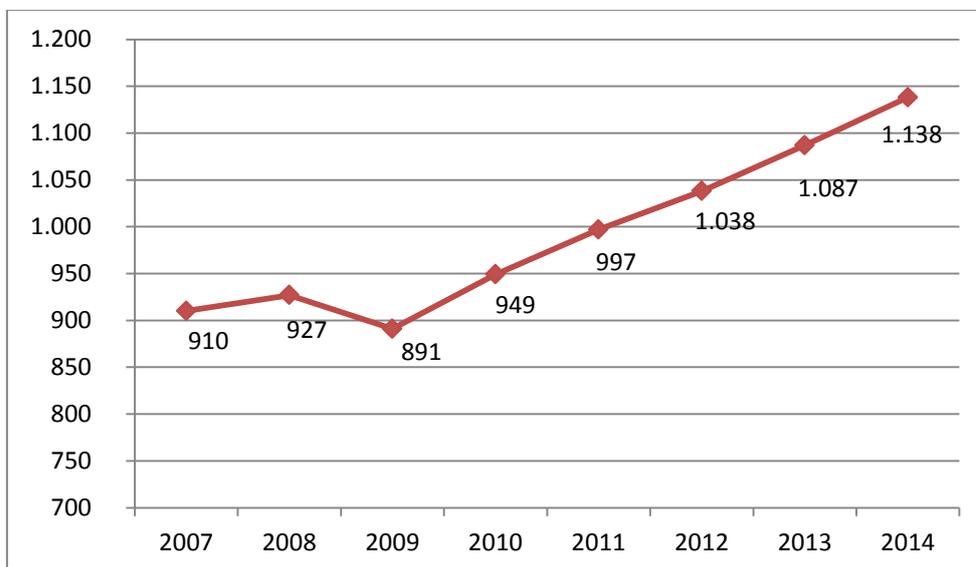
Según las previsiones a largo plazo emitidas por la Organización Mundial del Turismo, las llegadas de turistas internacionales a escala mundial crecerán un 3,3% anualmente entre los años 2010 y 2030 alcanzando para ese año los 1.800 millones de turistas (Organización Mundial del Turismo, 2010). Dentro de las previsiones se estima que el crecimiento de las llegadas de turistas en economías avanzadas será de 2,2% al año pero en economías emergentes el crecimiento será del doble, es decir del 4,4% al año; esta perspectiva de crecimiento haría que la cuota de mercado de las economías emergentes equivaldría a más de 1.000 millones de turistas en el año 2030.

En el año 2014 el número de turistas internacionales o visitantes que pernoctan fue de 1.138 millones, 51 millones más que en el año 2013 (Gráfico 1), esto significa el 4.7% de crecimiento (Organización Mundial del Turismo, 2015), desde la crisis económica del año 2009 es el quinto año consecutivo en que el crecimiento supera la media, a pesar de que la economía mundial avanza a marcha lenta. (Gráfico 2).

El crecimiento por regiones en el 2014 fue: Europa 4%, Oriente Medio 4%, Asia y Pacífico 5%, África 2%, América 7% (Gráfico 3). Para el año 2015, la OMT espera que las llegadas de turistas crezcan mundialmente entre un 3% y un 4%. (Organización Mundial del Turismo, 2015). Sin embargo habrá que estar

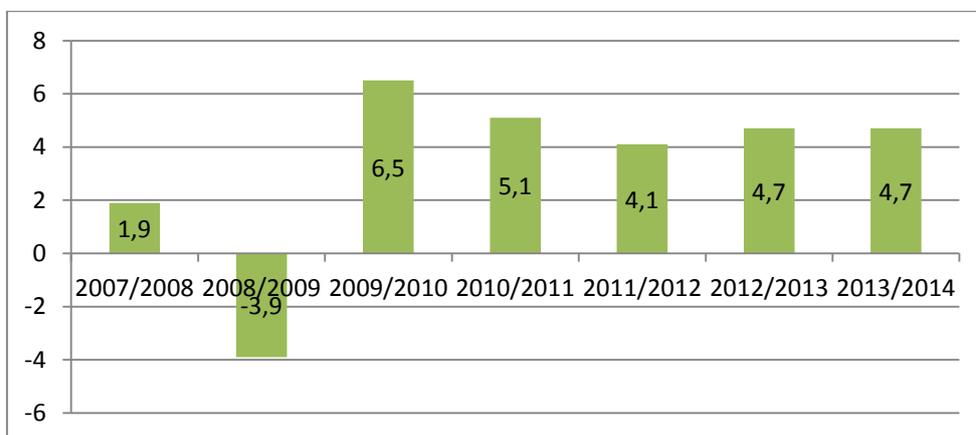
expectantes por la caída del precio del petróleo que será positivo y negativo en diferentes circunstancias.

**Gráfico 1, Llegada de Turistas Internacionales (millones)**



Fuente: Organización Mundial del Turismo, Barómetro 2014

**Gráfico 2, Crecimiento de Llegada de Turistas Internacionales (%)**



Fuente: Organización Mundial del Turismo, Barómetro 2014

**Gráfico 3, Crecimiento por Regiones, 2014**



**Fuente:** Organización Mundial del Turismo

La recuperación económica de Europa luego de la crisis del año 2009 se ve reflejada al consolidarse como la región más visitada del mundo y un incremento del 4% con 588 millones de turistas internacionales, liderando el crecimiento en términos absolutos, por lo que el turismo ha contribuido de manera importante para su recuperación.

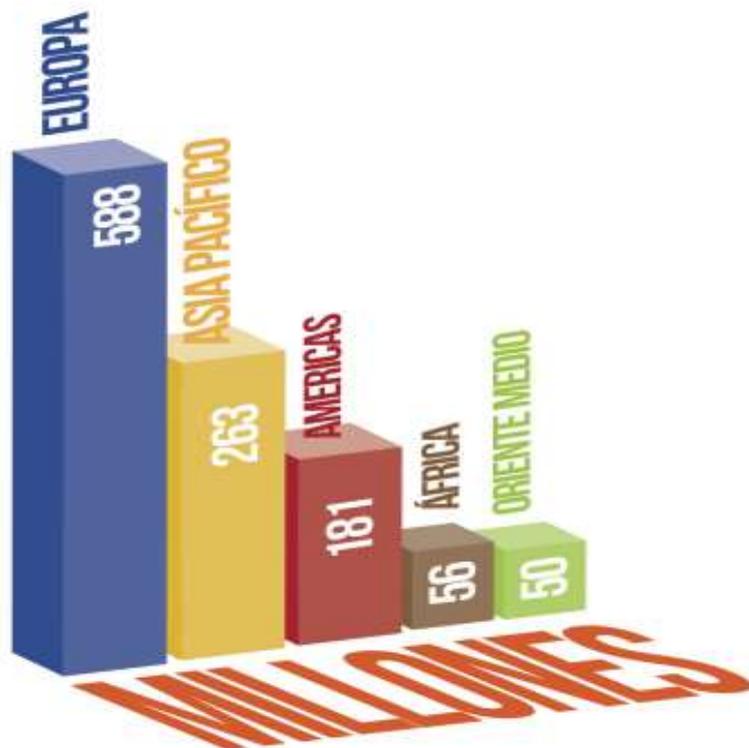
En Asia y el Pacífico las llegadas de turistas aumentaron en 5% siendo 263 millones, registrando el crecimiento relativo más rápido de todas las regiones según la OMT.

Las mejores cifras en términos relativos se registraron en la región de las Américas con un incremento del 7% elevándose con 181 millones de turistas internacionales, siendo América del Norte la sub región que más impulsa la llegada de turistas.

En Oriente Medio el incremento fue del 4% con lo cual muestra señales de recuperación frente al año 2013, llegaron 50 millones de turistas internacionales.

África creció en un 2% por lo que llegaron 56 millones de turistas, la región que creció menos, esto puede ser debido al brote del virus Ébola que se produjo en algunos países de África Occidental.

**Gráfico 4, Llegadas de Turistas Internacionales por Regiones, 2014**



Fuente: Organización Mundial del Turismo

Tabla 2, Llegadas de Turistas Internacionales por Sub Regiones, 2014

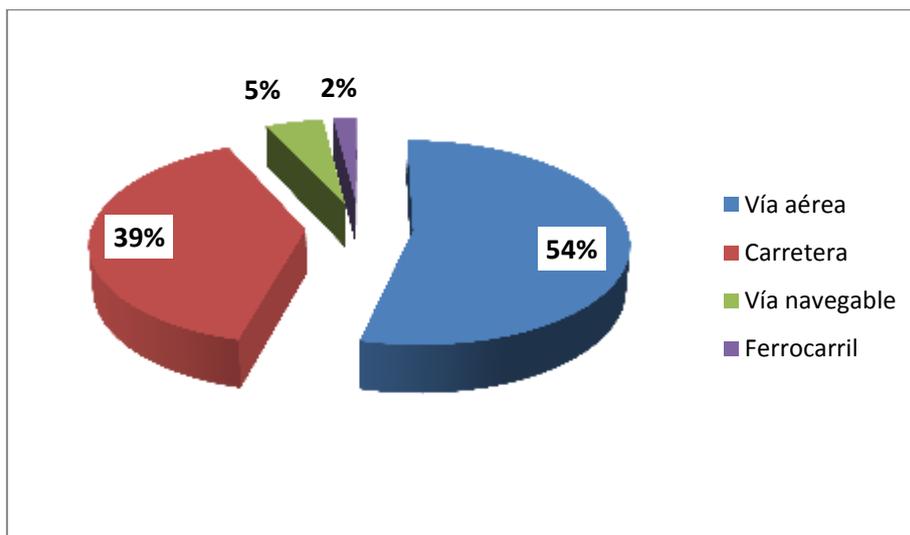
	Llegadas de turistas internacionales								Cuota de mercado	
	(millones)								2013	2014
	1990	1995	2000	2005	2010	2012	2013	2014		
<b>Mundo</b>	<b>434</b>	<b>528</b>	<b>677</b>	<b>807</b>	<b>948</b>	<b>1035</b>	<b>1087</b>	<b>1138</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>Economías avanzadas (1)</b>	<b>296</b>	<b>334</b>	<b>421</b>	<b>459</b>	<b>506</b>	<b>551</b>	<b>581</b>	<b>615</b>	<b>53,4</b>	<b>54,0</b>
<b>Economías emergentes (1)</b>	<b>139</b>	<b>193</b>	<b>256</b>	<b>348</b>	<b>442</b>	<b>484</b>	<b>506</b>	<b>523</b>	<b>46,6</b>	<b>46,0</b>
<b>Por regiones de la OMT:</b>										
<b>Europa</b>	<b>261,1</b>	<b>304,0</b>	<b>388,2</b>	<b>448,9</b>	<b>484,8</b>	<b>534,4</b>	<b>563,4</b>	<b>588,4</b>	<b>51,8</b>	<b>51,7</b>
Europa del Norte	28,2	35,8	46,6	60,4	62,7	65,1	68,9	72,6	6,3	6,4
Europa Occidental	108,6	112,2	139,7	141,7	154,4	167,2	174,3	175,6	16,0	15,4
Europa Central/Oriental	33,9	58,1	69,3	90,4	94,5	111,7	118,9	125,1	10,9	11,0
Europa Meridional/Medit.	90,3	98,0	132,6	156,4	173,3	190,4	201,4	215,2	18,5	18,9
de los cuales UE-28	229,7	267,3	332,3	363,8	380,0	412,2	432,7	456,6	39,8	40,0
<b>Asia y el Pacífico</b>	<b>55,8</b>	<b>82,0</b>	<b>110,1</b>	<b>153,5</b>	<b>204,9</b>	<b>233,5</b>	<b>248,1</b>	<b>263,0</b>	<b>22,8</b>	<b>23,1</b>
Asia del Nordeste	26,4	41,3	58,3	85,9	111,5	122,8	127,0	136,0	11,7	11,9
Asia del Suroeste	21,2	28,4	36,1	48,5	70,0	84,2	93,1	96,6	8,6	8,5
Oceanía	5,2	8,1	9,6	10,9	11,4	11,9	12,5	13,2	1,1	1,2
Asia Meridional	3,1	4,2	6,1	8,1	12,0	14,6	15,5	17,1	1,4	1,5
<b>Américas</b>	<b>92,8</b>	<b>109,1</b>	<b>128,2</b>	<b>133,3</b>	<b>150,6</b>	<b>162,7</b>	<b>167,9</b>	<b>180,6</b>	<b>15,5</b>	<b>1,9</b>
América del Norte	71,8	80,7	91,5	89,9	99,5	106,4	110,0	119,5	10,1	10,5
El Caribe	11,4	14,0	17,1	18,8	19,5	20,7	21,2	22,5	2,0	2,0
América Central	1,9	2,6	4,3	6,3	7,9	8,9	9,2	9,6	0,8	0,8
América del Sur	7,7	11,7	15,3	18,3	23,6	26,7	27,4	29,0	2,5	2,5
<b>África</b>	<b>14,7</b>	<b>18,7</b>	<b>26,2</b>	<b>34,8</b>	<b>49,9</b>	<b>52,9</b>	<b>55,8</b>	<b>56,0</b>	<b>5,1</b>	<b>4,9</b>
África del Norte	8,4	7,3	10,2	13,9	18,8	18,5	19,6	19,7	1,8	1,0
África Subsahariana	6,3	11,5	16,0	20,9	31,2	34,5	36,2	36,3	3,3	3,2
<b>Oriente Medio</b>	<b>9,6</b>	<b>13,7</b>	<b>24,1</b>	<b>36,3</b>	<b>58,2</b>	<b>51,7</b>	<b>51,6</b>	<b>50,3</b>	<b>4,7</b>	<b>4,4</b>

Fuente: Organización Mundial del Turismo (OMT-UNWTO) ©

### Medios de Transporte en Turismo Receptor, 2014

Más de la mitad del total de viajeros internacionales llegaron a su destino por medio de avión (54%) en 2014, mientras que el resto de turistas se desplazó por transporte denominado de superficie, esto es por carretera, tren o por vías acuáticas (Gráfico 5). La tendencia ha sido que el transporte aéreo sea ligeramente superior al transporte de superficie.

**Gráfico 5, Medios de Transporte en Turismo Receptor, 2014**

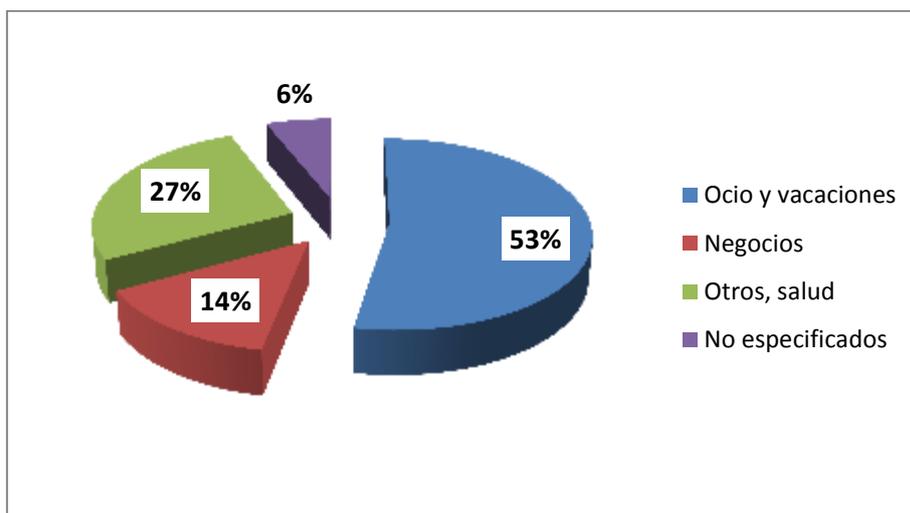


Fuente: Organización Mundial del Turismo

### Motivos de visita en Turismo Receptor

De igual manera los viajes por motivos de vacaciones, esparcimiento u ocio representaron más de la mitad del total de llegadas de los turistas internacionales (53% o 598 millones) en 2014. El 14% de los turistas internacionales indicaron que viajaban por negocios o motivos personales, mientras que el 27% manifestó que fueron por otros motivos, entre otros, salud, visitas a amigos y parientes; el 6% restante no especificó los motivos de sus visitas.

**Gráfico 6, Motivos de Visita del Turismo Receptor, 2014**



Fuente: Organización Mundial del Turismo

### Ingresos por Turismo Internacional, 2014

Los ingresos por turismo internacional en los destinos de todo el mundo crecieron un 3,7% hasta alcanzar la cifra de US\$1.245 billones en el año 2014, correlacionándose con el porcentaje de incremento de llegadas internacionales que también fue alrededor del 4%, con lo que se confirma la fuerte reciprocidad que existe ente estos dos indicadores clave del turismo internacional. (Tabla 3).

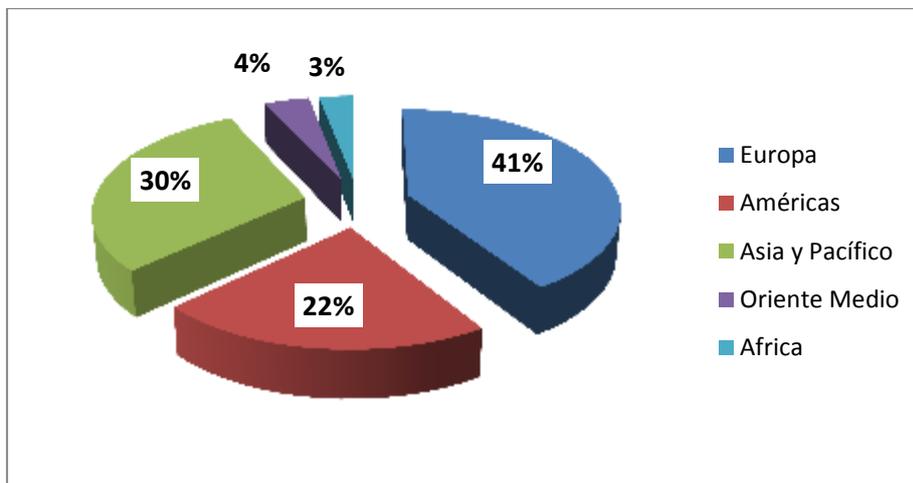
**Tabla 3, Ingresos por Turismo Internacional, crecimiento (%)**

	Ingresos por turismo internacional			
	Monedas locales, precios constantes (variación %)			
	11/10	12/11	13/12	14/13
<b>Mundo</b>	<b>4,5</b>	<b>3,9</b>	<b>5,1</b>	<b>3,7</b>
<b>Economías avanzadas (1)</b>	<b>5,8</b>	<b>3,7</b>	<b>5,7</b>	<b>3,2</b>
<b>Economías emergentes (1)</b>	<b>2,5</b>	<b>4,4</b>	<b>4,0</b>	<b>4,6</b>
<b>Por regiones de la OMT:</b>				
<b>Europa</b>	<b>5,0</b>	<b>1,9</b>	<b>4,2</b>	<b>3,6</b>
Europa del Norte	2,6	3,3	7,6	<b>5,3</b>
Europa Occidental	4,0	2,9	2,2	<b>1,5</b>
Europa Central/Oriental	6,5	4,4	3,5	<b>-0,8</b>
Europa Meridional/Medit.	6,2	-0,4	4,8	<b>6,2</b>
de los cuales UE-28	4,2	1,5	3,9	<b>3,7</b>
<b>Asia y el Pacífico</b>	<b>8,6</b>	<b>6,7</b>	<b>8,6</b>	<b>4,1</b>
Asia del Nordeste	9,2	8,0	9,3	<b>5,1</b>
Asia del Suroeste	13,3	10,7	10,8	<b>0,4</b>
Oceanía	-3,6	-1,9	2,4	<b>7,2</b>
Asia Meridional	11,9	-0,6	6,4	<b>7,8</b>
<b>Américas</b>	<b>4,6</b>	<b>4,7</b>	<b>4,7</b>	<b>3,1</b>
América del Norte	5,1	5,0	5,1	<b>2,2</b>
El Caribe	-0,8	1,6	4,0	<b>6,1</b>
América Central	7,4	8,3	3,4	<b>7,5</b>
América del Sur	5,3	4,0	3,2	<b>5,7</b>
<b>África</b>	<b>2,3</b>	<b>6,0</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>
Africa del Norte	-5,5	8,2	-1,0	<b>3,4</b>
Africa Subsahariana	5,8	5,1	4,0	<b>2,8</b>
<b>Oriente Medio</b>	<b>-15,6</b>	<b>0,9</b>	<b>-6,9</b>	<b>5,7</b>

Fuente: Organización Mundial del Turismo (OMT-UNWTO) ©  
Barómetro 2015

Europa representa el 41% del total de los ingresos por turismo internacional; los destinos de Asia y el Pacífico representan el 30%; las Américas tienen la cuota del 22%; en Oriente Medio el 4% y en África el 3% de los ingresos mundiales. (Gráfico 7)

### Gráfico 7, Concentración de los Ingresos Mundiales por Turismo en Regiones, 2014



**Fuente:** Organización Mundial del Turismo

Aparte de los ingresos que obtienen los lugares de destino, el turismo genera también ingresos por exportación de servicios de transporte internacional de pasajeros.

El turismo internacional representa el 29% de las exportaciones de servicios a escala mundial y el 6% de las exportaciones globales de bienes y servicios. Como categoría de exportación a escala mundial, el turismo ocupa el quinto puesto, por detrás de: combustibles, productos químicos, productos alimenticios y productos de automoción; en muchos países en desarrollo ocupa el primer lugar.

### Principales Destinos Turísticos del Mundo, 2014

Para hacer una clasificación de los principales destinos turísticos del mundo se debe tomar en cuenta más de una variable; las llegadas de turistas internacionales y los ingresos por turismo internacional. Podremos observar que ocho de los diez principales destinos aparecen en ambas variables. Las correlaciones no solo reflejan los resultados relativos, sino también, las fluctuaciones del tipo de cambio de la moneda de cada país respecto del dólar de los Estados Unidos que es la medida internacional.

Francia ocupa el primer puesto en cuanto a llegadas de turistas internacionales con 84 millones de visitantes y es el cuarto país en cuanto a

ingresos por turismo internacional con US\$55 mil millones. Los Estados Unidos se sitúan en el primer lugar en cuanto a ingresos con US\$177 mil millones y ocupa el segundo lugar en llegadas de turistas internacionales con 74 millones de visitantes. España es el segundo país por ingresos y el primero en Europa con US\$65 mil millones y en cuanto a llegadas de turistas internacionales ocupa el tercer puesto con 65 millones de visitantes. (Tablas 4 y 5)

**Tabla 4, Llegadas de Turistas Internacionales**

Rango	Millones		Variación(%)		
	2013	2014	13/12	14/13	
1	Francia	83,6	83,7	2,0	0,1
2	Estados Unidos	70,0	74,8	5,0	6,8
3	España	60,7	65,0	5,6	7,1
4	China	55,7	55,6	-3,5	-0,1
5	Italia	47,7	48,6	2,9	1,8
6	Turquía	37,8	39,8	5,9	5,3
7	Alemania	31,5	33,0	3,7	4,6
8	Reino Unido	31,1	32,6	6,1	5,0
9	Federación de Rusia	28,4	29,8	10,2	5,3
10	México	24,2	29,1	2,3	10,5

Fuente: Organización Mundial del Turismo (OMT-UNWTO) ©

Cifras procedentes de la OMT-UNWTO, Diciembre 2014

**Tabla 5, Ingresos por Turismo Internacional (US\$)**

Rango		Dólares USA			
		Miles de millones		Variación (%)	
		2013	2014	13/12	14/13
1	Estados Unidos	172,9	177,2	7,0	2,5
2	España	62,6	65,2	7,6	4,2
3	China	51,7	56,9	3,3	10,2
4	Francia	56,7	55,4	5,6	-2,3
5	Macao (China)	51,8	50,8	18,1	-1,9
6	Italia	43,9	45,5	6,6	3,7
7	Reino Unido	41,0	45,3	12,1	10,3
8	Alemania	41,3	43,3	8,2	5,0
9	Tailandia	41,8	38,4	23,4	-8,0
10	Hong Kong (China)	38,9	38,4	17,7	-1,4

Fuente: Organización Mundial del Turismo (OMT-UNWTO) ©

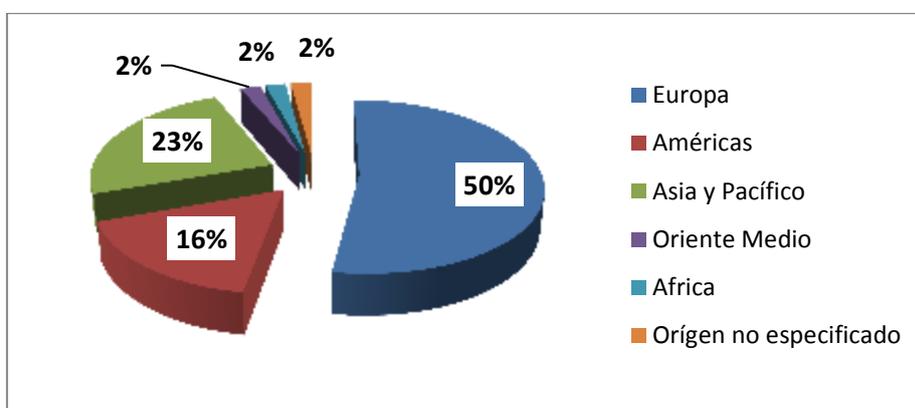
Cifras procedentes de la OMT-UNWTO, Diciembre 2014

### Turismo Emisor, 2014

Los mercados emisores de turismo internacional se han agrupado de manera tradicional en economías avanzadas en las regiones de Europa, Américas y Asia Pacífico. No obstante, muchas economías emergentes han experimentado un elevado crecimiento en los últimos años.

La mayor región emisora del mundo es Europa, que genera más de la mitad de las llegadas internacionales con una cuota del 50%, Asia y Pacífico el 23%, las Américas 16%, Oriente Medio 2% y África 2%. (Gráfico 8).

**Gráfico 8, Emisores de Turistas Internacionales, 2014**



Fuente: Organización Mundial del Turismo

### Gasto en Turismo Internacional, 2014

China refuerza su liderazgo en gasto turístico global alcanzando la cifra de US\$164 mil millones, debido a una creciente renta disponible, la relajación de restricciones fronterizas y la apreciación de su moneda, por esto el gasto turístico chino en el extranjero se ha incrementado casi por diez desde el año 2000. El segundo país lo ocupa Estados Unidos con US\$110 mil millones, Alemania ligeramente por debajo en el tercer lugar con US\$92 mil millones. Brasil está en la décima posición con un poco más de US\$25 mil millones por gastos turísticos siendo el único país de sur américa en el top 10. (Tabla 6).

**Tabla 6, Gastos por Turismo Internacional, 2014**

Rango / País		\$EEUU	
		Miles de millones	
		2013	2014
1	China	128,6	164,9
2	Estados Unidos	104,1	110,8
3	Alemania	91,4	92,2
4	Federación de Rusia	52,7	57,6
5	Reino Unido	53,5	50,4
6	Francia	42,9	47,8
7	Canadá	35,2	33,8
8	Italia	27,0	28,8
9	Australia	28,6	26,3
10	Brasil	25,0	25,5

Fuente: Organización Mundial del Turismo (OMT-UNWTO) ©  
Cifras procedentes de la OMT-UNWTO, Diciembre 2014

## 2.2 Turismo en Ecuador, generalidades y consideraciones.

El Ecuador es un país que tiene una vasta riqueza cultural y natural en sus cuatro regiones, cuenta con miles de especies de flora y fauna así como atractivos históricos y gastronómicos, culturas y tradiciones. La cordillera de los Andes surca al Ecuador de norte a sur con 70 volcanes tanto activos como inactivos; al oeste de la cordillera encontramos la región costa que se caracteriza por poseer una llanura boscosa y playas extensas; al este de la cordillera se encuentra la Amazonía en donde se encuentra una inmensa cantidad de biodiversidad y selva protegida. También se incluye la región insular al oeste de la costa con las Islas Galápagos que es un archipiélago en donde se encuentran las mayores atracciones científicas y turísticas del Ecuador, siendo el atractivo más conocido y famoso del país.

El Ministerio de Información y Turismo fue creado el 10 de agosto de 1992, al inicio del gobierno del presidente Sixto Durán Ballén, en donde se visualizó al turismo como una actividad importante para el desarrollo. Frente al crecimiento del sector turístico, el 29 de junio de 1994, se separa al turismo de la información, para que esa entidad estatal se dedique exclusivamente a impulsar y fortalecer la actividad turística y cambia la denominación por Ministerio de Turismo.

La información relativa a entradas y salidas de personas corresponde a los datos proporcionados por el Instituto de Estadísticas y Censos (INEC) y la Dirección Nacional de Migración (DNM), cuya fuente es la denominada Tarjeta

Andina de Migración, que es un documento que permite el control uniforme y estandarizado del movimiento de personas en los países de la Comunidad Andina.

En el punto 2.2.2 de esta investigación se presentan algunos indicadores económicos básicos, tomando como referencia la propuesta metodológica formulada por la Organización Mundial del Turismo (OMT), dichas metodologías posibilitan el cálculo sistemático de los indicadores para el análisis del turismo en el Ecuador, a partir de variables obtenidas en las cuentas nacionales y balanza de pagos del país, elaboradas por el Banco Central del Ecuador.

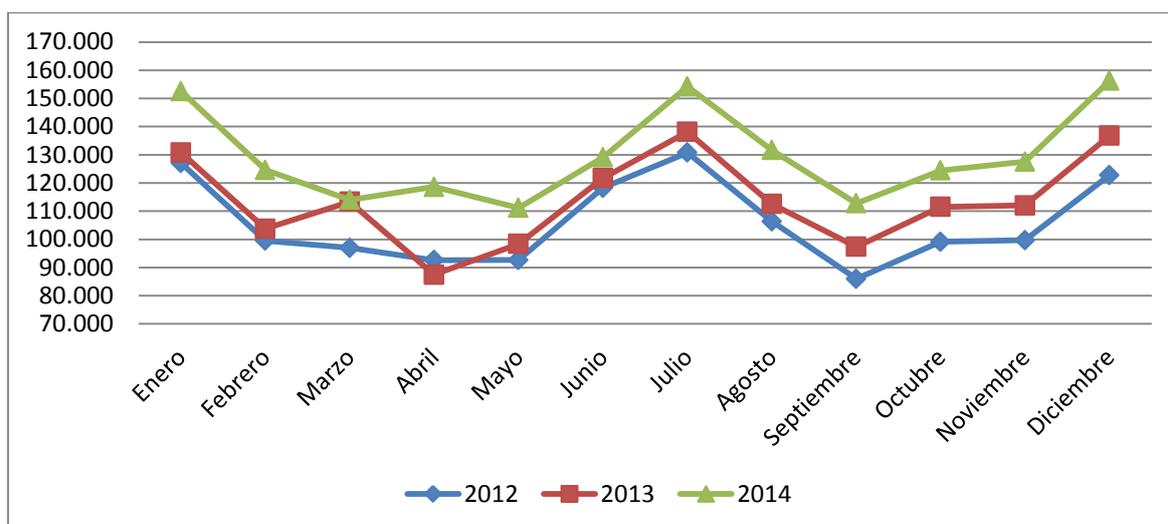
La información relacionada con la planta turística instalada en el país se cuantifica y consolida a nivel nacional sobre la base del catastro de establecimientos turísticos que dispone el Ministerio de Turismo, considerando lo mencionado, se correlacionó esa información con el catastro de compañías registradas y controladas por la Superintendencia de Compañías Seguros y Valores.

### **2.2.1 Turismo Receptor**

El turismo receptor se registra como el número de llegadas de extranjeros al país, se debe considerar que no es igual al número de personas que viajan, puesto que, una persona puede visitar un mismo país varias veces durante un año, registrándose cada viaje como una entrada. Históricamente en el Ecuador las denominadas agencias de viajes y las operadoras de turismo han hecho posible el avance y desarrollo de la industria turística.

### **2.2.2 Indicadores Turísticos**

En el Ecuador se registraron en el año 2014 un total de 1.557.006 llegadas de turistas internacionales, alcanzando un 14% de crecimiento en relación al año 2013 (Gráfico 9); siendo los principales mercados emisores los ubicados en las Américas, destacando Colombia con el 24% de cuota, Estados Unidos con 17% y Perú con el 11%; Europa mantiene una cuota significativa, y países como España y Alemania tienen una participación del 4% y 2% respectivamente (Coordinación General de Estadística e Investigación, Ministerio de Turismo, 2015) (Tabla 7).

**Gráfico 9, Llegada de Turistas Internacionales a Ecuador**

Fuente: Dirección Nacional de Migración, INEC

**Tabla 7, Principales Mercados Emisores de Turismo para Ecuador**

Rk	País	2014	2013	% inc.
				2014/2013
1	Colombia	374.755	343.004	9,26%
2	Estados Unidos	259.468	248.852	4,27%
3	Perú	175.678	150.427	16,79%
4	Venezuela	119.795	101.643	17,86%
5	España	67.652	64.726	4,52%
6	Argentina	58.607	49.231	19,04%
7	Chile	43.896	40.649	7,99%
8	Cuba	41.547	24.380	70,41%
9	Alemania	33.317	28.292	17,76%
10	Canadá	33.240	27.922	19,05%

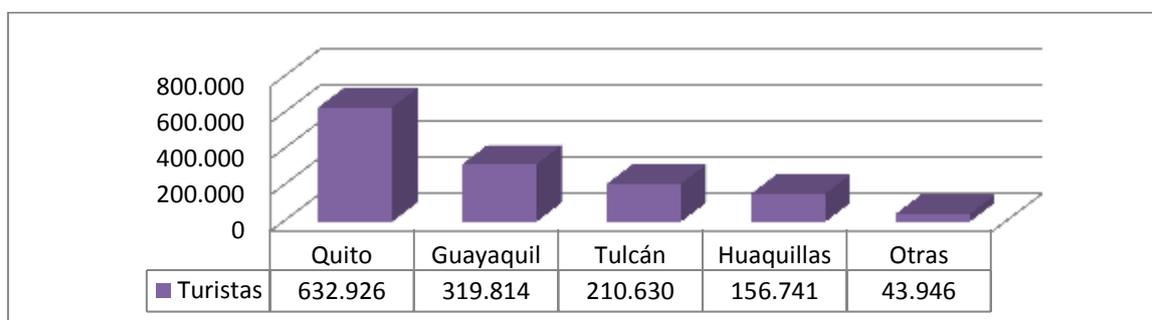
Fuente: Dirección Nacional de Migración, INEC

**Tabla 8, Entrada de Turistas Internacionales por Regiones**

	2012	2013
<b>Total</b>	<b>1.271.901</b>	<b>1.364.057</b>
<b>Por regiones de la OMT:</b>		
<b>Europa</b>	<b>218.375</b>	<b>217.550</b>
Europa del Norte	33.965	35.653
Europa Occidental	80.055	81.287
Europa Central/Oriental	14.918	13.185
Europa Meridional/Medit.	89.437	87.425
<b>Asia y el Pacífico</b>	<b>53.926</b>	<b>48.347</b>
Asia del Nordeste	23.416	26.025
Asia del Suroeste	11.940	4.617
Oceanía	13.898	13.741
Asia Meridional	4.672	3.964
<b>Américas</b>	<b>996.127</b>	<b>1.092.412</b>
América del Norte	294.685	297.872
El Caribe	28.049	42.749
América Central	24.836	28.914
América del Sur	648.557	722.877
<b>África</b>	<b>2.557</b>	<b>4.531</b>
África del Norte	395	445
África Subsahariana	2.162	4.086
<b>Oriente Medio</b>	<b>916</b>	<b>1.217</b>

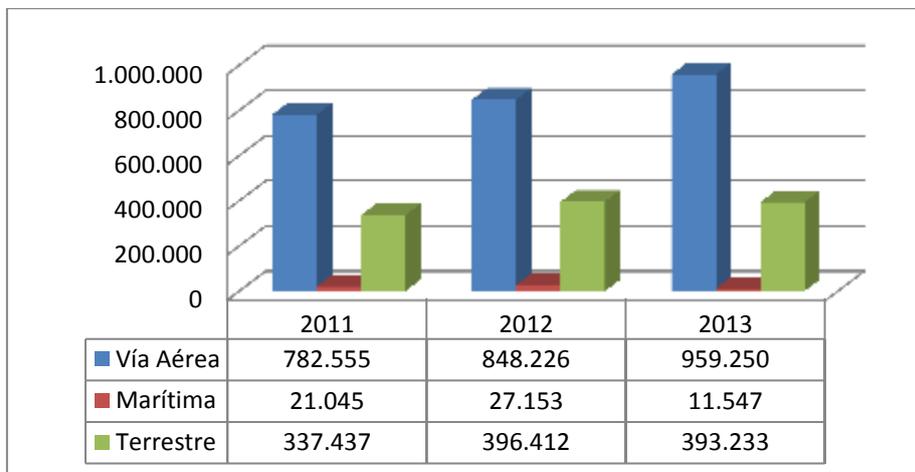
**Fuente:** Dirección Nacional de Migración, INEC

En las jefaturas de Migración ubicadas en Quito y Guayaquil (control de la vía aérea) y en Huaquillas y Tulcán (control de la vía terrestre) se registraron casi la totalidad de las llegadas al país en el año 2013 (Gráfico 10) y (Gráfico 11), siendo los meses de julio y diciembre de mayor afluencia de turistas internacionales durante el año 2014 y la tendencia desde el año 2012 se mantiene (Gráfico 9).

**Gráfico 10, Entrada de Turistas Internacionales por Jefatura de Migración, 2013**

**Fuente:** Anuario de Entradas y Salidas Internacionales – INEC 2013

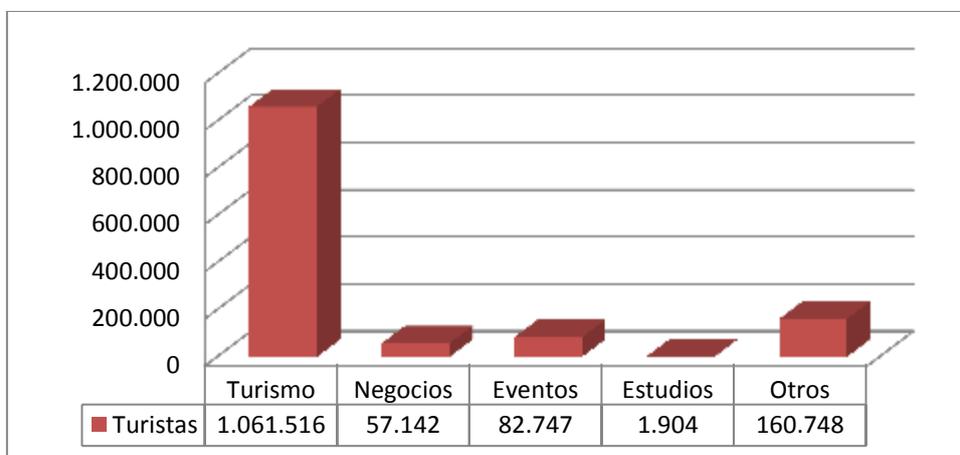
**Gráfico 11, Entrada de Turistas Internacionales según medio de transporte, 2013**



**Fuente:** Anuario de Entradas y Salidas Internacionales – INEC 2011-2013

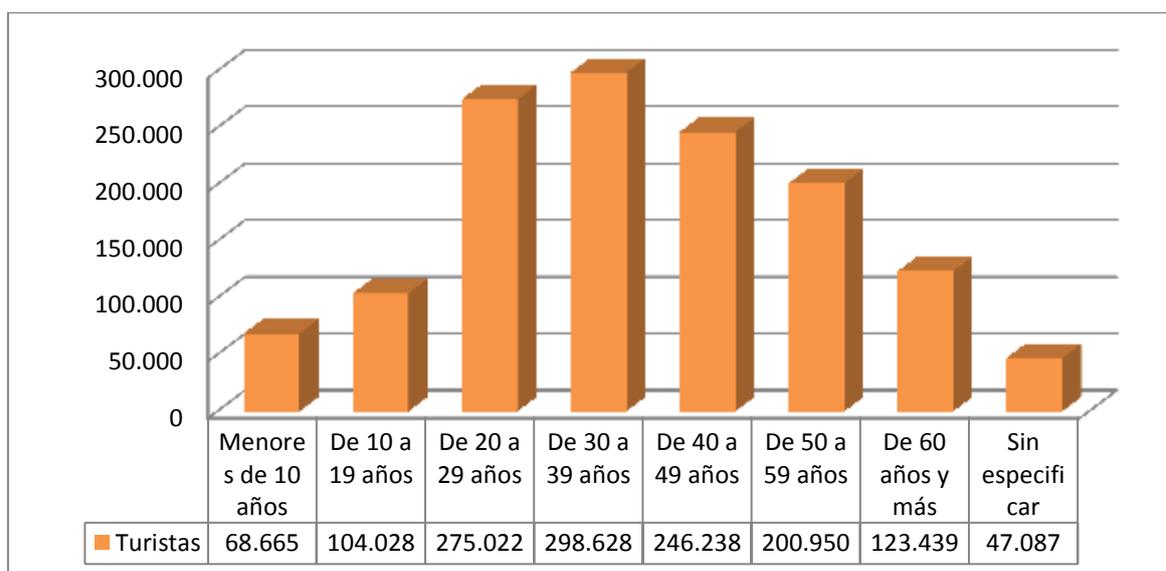
El 77% de llegadas de turistas internacionales al Ecuador en el 2013 estuvieron motivadas por turismo, el 4% por negocios, el 6% por eventos. (Gráfico 12)

**Gráfico 12, Motivo de Llegadas de Turistas Internacionales, 2013**

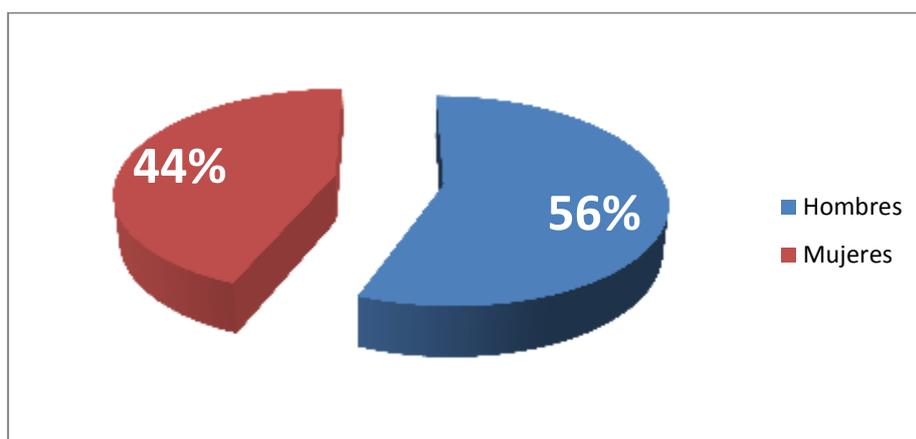


**Fuente:** Anuario de Entradas y Salidas Internacionales – INEC 2013

Con respecto a la entrada de extranjeros por grupos de edad y sexo, se puede observar que el 42% de visitantes internacionales fueron de 20 a 39 años y el 32% ente 40 y 59 años (Gráfico 13). En cuanto a la variable de sexo, se puede indicar que el 56% de turistas fueron hombres y el 44% fueron mujeres. (Gráfico 14).

**Gráfico 13, Entrada de Turistas Internacionales por grupos de edad, 2013**

Fuente: Anuario de Entradas y Salidas Internacionales – INEC 2013

**Gráfico 14, Entradas de Turistas Internacionales por sexo, 2013**

Fuente: Anuario de Entradas y Salidas Internacionales – INEC 2013

### 2.2.3 Indicadores Económicos

Las divisas ingresadas por concepto de turismo fue de US\$1.251 millones durante el año 2013; este valor comparado con los recursos que provienen de las exportaciones no petroleras de los principales productos, ubica al turismo como el cuarto rubro de aporte de ingresos. (Tabla 9)

**Tabla 9, Ingresos por Turismo y por Exportaciones según producto principal (US\$)**

AÑO	Millones de dólares						TOTAL EXPORTACIONES
	TURISMO	BANANO Y PLÁTANO	CAMARÓN	OTROS ELABORADOS PRODUCTOS DE MAR	MANUFACTURAS DE METALES	FLORES NATURALES	(Productos primarios e industrializados)
2013	1.251,3	2.372,7	1.797,7	1.396,7	545,6	835,7	24.950,7
Ubicación	4	1	2	3	6	5	

Fuente: Información Estadística Mensual / Mayo 2014 - Banco Central del Ecuador.

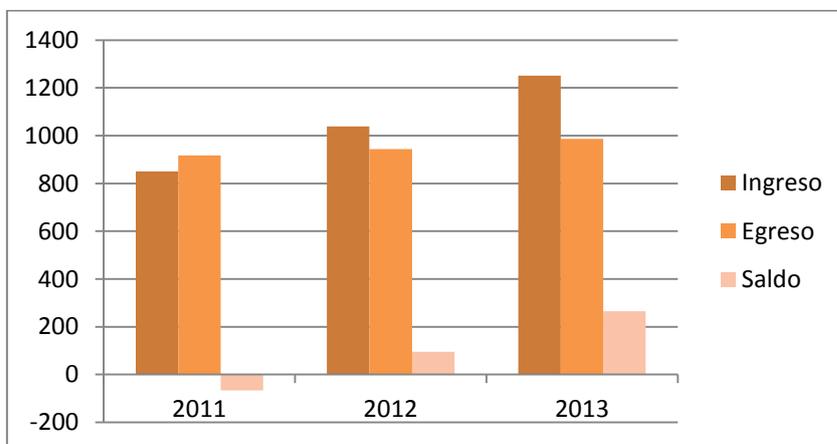
Relacionando el ingreso por concepto de turismo US\$1.251 millones y el egreso por el mismo concepto US\$987 millones, se puede concluir que la balanza turística tiene un saldo positivo de US\$264 millones, es decir, que el gasto realizado por los residentes en el exterior es menor al gasto efectuado por los no residentes en el país. (Tabla 10) y (Gráfico 15). Si bien estos resultados de la balanza demuestran que aún el sector del turismo no tiene un peso relevante en el PIB se debe destacar que existe una evolución de los ingresos por estas divisas.

**Tabla 10, Balanza Turística**

AÑOS	Millones de dólares		
	INGRESO	EGRESO	SALDO
2011	849,7	916,6	- 66,9
2012	1.038,7	943,6	95,1
2013	1.251,3	987,0	264,3

Fuente: Boletín Trimestral - Balanza de Pagos Nro. 46 - Banco Central del Ecuador.

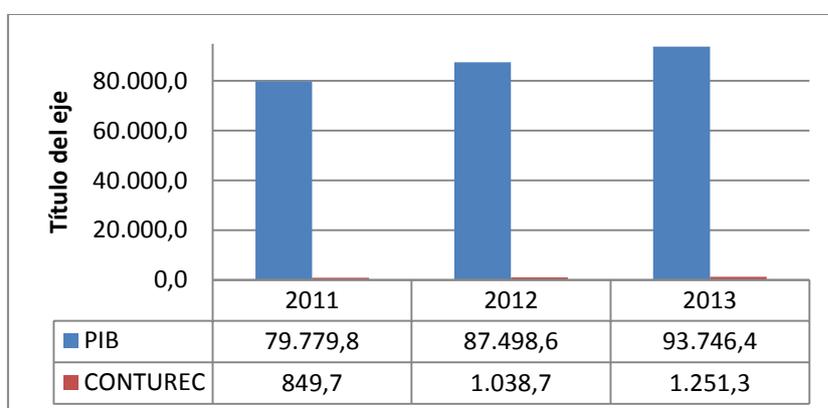
**Gráfico 15, Balanza Turística**



Fuente: Boletín Trimestral - Balanza de Pagos Nro. 48 - Banco Central del Ecuador

Otro indicador que se debe considerar para medir la importancia del turismo en la economía está el peso de consumo receptor denominado CONTUREC<sup>3</sup> en el Producto Interno Bruto que es el consumo turístico final efectuado en el Ecuador por los visitantes internacionales como resultado de sus viajes dentro del Ecuador. (Gráfico 16). El consumo turístico emisor denominado CONTUREM<sup>4</sup> hace referencia al consumo efectuado por los residentes de Ecuador en sus viajes al exterior. (Gráfico 17).

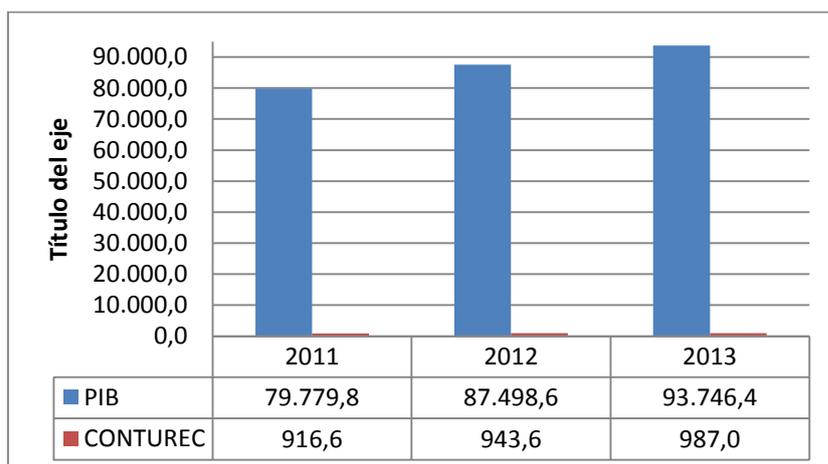
**Gráfico 16, Peso del Consumo Turístico Receptor en el PIB**



CONTUREC: Consumo Turístico Receptor

Fuente: Banco Central del Ecuador, Boletín mayo 2014

**Gráfico 17, Peso del Consumo Turístico Emisor en el PIB**



CONTUREM: Consumo Turístico Emisor

Fuente: Banco Central del Ecuador, Boletín mayo 2014

<sup>3</sup> CONTUREC, Consumo Turístico Receptor

<sup>4</sup> CONTUREM, Consumo Turístico Emisor

Según el Ministerio de Turismo, el visitante internacional en promedio en el año 2012, gastó en el país US\$807. (Gráfico 18)

**Gráfico 18, Gasto Promedio del Turista Internacional**



**Fuente:** Ministerio de Turismo

### 2.3 Plan Nacional del Buen Vivir 2013-2017

El estado ecuatoriano vio la necesidad de diversificar el conocimiento y realizar un cambio en la matriz productiva, potenciando el producto primario y limitando importaciones para incrementar el consumo del producto nacional.

Cuando hablamos del Buen Vivir, vemos una larga búsqueda de modelos de vida que han impulsado particularmente los actores sociales de América Latina. En Ecuador, se reconoció e incorporó reivindicaciones en la Constitución, convirtiéndose entonces en los principios y orientaciones del nuevo pacto social.

Sin embargo, continuamente se apuesta al cambio con este plan y se construye continuamente desde esas reivindicaciones por reforzar la necesidad de una visión más amplia, que permita la aplicación de un nuevo modelo económico cuyo fin no se concentre en los procesos de acumulación material, mecanicista e interminable de bienes, sino que promueva un modelo económico incluyente, que incorpore a los procesos de acumulación y re-distribución a toda la sociedad.

Finalmente, el Buen Vivir se construye también desde las reivindicaciones por la igualdad, y la justicia social (productiva y distributiva), y desde el

reconocimiento y la valoración de los pueblos y de sus culturas, saberes y modos de vida.

### **2.3.1 Objetivos del Plan Nacional del Buen Vivir**

El PNBV<sup>5</sup> está conformado por 12 objetivos que mencionan cada una de las ramas importantes a ser mejoradas para tener una vida digna. En esta ocasión me refiero al Objetivo 10. Impulsar la transformación de la matriz productiva.

El Objetivo 10 menciona la importancia de fortalecer el talento humano en cuanto a niveles técnicos y profesionales y ve la necesidad de que las empresas renueven sus activos para mejorar también el proceso de producción individual.

El Estado forma parte del proceso de transformación productiva y se ha incrementado el crédito de la banca pública de manera importante en créditos para la microempresa.

En la exposición y análisis del Objetivo 10 del PNBV, “Impulsar la transformación de la matriz productiva”, se indica que dentro del Programa de Gobierno 2013-2017 se define la necesidad de implementar cambios en la estructura productiva para diversificar la economía, dinamizar la productividad, garantizar la soberanía nacional en la producción y el consumo internos, y salir de la dependencia primario-exportadora. La conformación de nuevas industrias y el fortalecimiento de sectores productivos con inclusión económica en sus encadenamientos, deberán ser apoyados desde la inversión pública, y la nueva inversión privada.

### **2.3.2 Planes en desarrollo**

El actual gobierno ha concentrado especial esfuerzo en desarrollar un Plan que fomenten el turismo en el Ecuador, enfocados en cambiar la matriz productiva con el objetivo de no depender primordialmente de la venta del petróleo, este plan es considerado actualmente como prioritario. Para conseguir este objetivo el Gobierno ha puesto en marcha el Plan Estratégico de Desarrollo del Turismo Sostenible del Ecuador al 2020 que toma la posta al Plan de Competitividad Turística del Ecuador elaborado el año 1998. Este plan identifica y define 6 Ejes (Gobernanza, Desarrollo de Destinos, Marketing, Capacitación, Fomento de

---

<sup>5</sup> PNBV, Plan Nacional del Buen Vivir

inversión, y Medidas transversales) y está conformado por 22 Programas y 78 proyectos emblemáticos algunos de estos ya los hemos escuchado y visto en difusión nacional como son: Plan Nacional del Buen Vivir, Plandetur, Ecuador Potencia Turística, Ecuador ama la vida, All you need is Ecuador o Turismo Verde Rural, entre otras.

#### **2.4 Inversión e intervención**

En la búsqueda y generación de nuevos esquemas económicos que permitan diversificar la matriz energética y productiva del país, el gobierno no ha escatimado esfuerzos a fin de generar recursos necesarios que posibiliten el incremento del gasto social, y la inversión en infraestructuras: hidroeléctricas, carreteras, aeropuertos, hospitales, colegios, etc.

El carácter transversal y multiplicador del turismo lo convierten, sin dudas, en un elemento fundamental de la estrategia nacional para el desarrollo del país, al generar inversión y propiciar el surgimiento de nuevas fuentes de empleos, contribuyendo así al crecimiento del PIB y a la elevación del nivel de vida.

Por lo anterior mencionado, el Gobierno Nacional ha calificado a la actividad turística como un “Sector Priorizado” de la economía, implementándose diversas políticas públicas con el objetivo de fomentar su crecimiento, enfocándose con carácter prioritario en el fomento y atracción de las inversiones.

El país requiere desarrollar mecanismo y programas que fomenten la inversión en el sector, posibilitando así la diversificación de la oferta turística y la consolidación de los destinos. La inversión extranjera en el sector turístico se ha visto afectada como consecuencia de la gran contracción que ha experimentado en los últimos años, de manera global, los montos de inversión extranjera directa en el Ecuador; por lo que se requiere trabajar en la estructuración de una política a largo plazo, que estimule la presencia de cadenas hoteleras internacionales o grupos de gestión e inversión que asuman al Ecuador como un destino propicio para las inversiones.

#### **2.5 Perspectivas del Sector**

El gobierno aspira a que este sector permita generar fuentes de empleo e inversiones en función de la economía nacional y se consolide entre sus

principales industrias, considerando el potencial del país para su desarrollo y frente a la situación externa con impacto en Ecuador, con los bajos precios petroleros y la apreciación del dólar.

En tanto, desde el Ministerio de Turismo de Ecuador (Mintur) se nombró al 2015 como el año de la calidad y estableció estrategias para alcanzar las metas como son la capacitación del personal y la calificación de la gestión de las empresas y de la calidad de los destinos; otras estrategias están encaminadas a posicionar a Ecuador a nivel mundial, como un destino líder de inversiones turísticas, para lo cual se han diseñado políticas y estrategias que están dirigidas a lograr la atracción de inversión nacional y extranjera.

En 2014 el promedio de visitas a Ecuador incrementó en un 14%, mientras que el crecimiento de ingresos subió un 20%, con 1.506 millones de dólares que ingresaron al país gracias al turismo. Además se generaron 345.000 nuevos empleos en este sector. Según las proyecciones, en 2015 se espera que arriben a Ecuador 1.6 millones de turistas.

El sector turístico ecuatoriano es el que más potencial ofrece a la economía, el Ecuador posee una biodiversidad extraordinaria que crea un patrimonio natural para las actuales y futuras generaciones, lugares naturales únicos así como atractivos de interés colectivo como es el ámbito de relaciones comerciales y sociales.

Durante el año 2014 el Ecuador recibió varios reconocimientos de gran prestigio a escala internacional, entre los que se destacan:

- Ecuador mejor Destino Verde del Mundo 2014.
- Quito Destino Líder de Sudamérica
- FinchBay Eco Hotel galardonado como Mejor Hotel Verde del Mundo
- Pacari gana 14 premios en los International Chocolate Awards 2014
- Cuenca Mejor Destino de Aventura 2014
- El Tren Crucero como Mejor Tren de Lujo Líder de Sudamérica
- The New York Times declaró a Ecuador como un paraíso por descubrir en 2014.

## 2.6 Mercado de Valores

El mercado de valores se define como el conjunto de normas (leyes, reglamentos y autoridades) y participantes (inversionistas, empresas y gobierno) que realizan la emisión, colocación, distribución e intermediación de los valores (Casanovas, 2004).

El mercado de valores es la unión de los compradores (inversionistas) y vendedores (empresas, instituciones y gobierno) de valores mediante la Bolsa de Valores que es el lugar físico dónde se realizan las transacciones; siendo así una mezcla de varias instituciones, actividades, instrumentos y mecanismos por los cuales se contactan demandantes y oferentes de recursos.

Según (Bolsa de Valores de Quito) el Mercado de Valores canaliza los recursos financieros hacia las actividades productivas a través de la negociación de valores; constituyendo una fuente directa de financiamiento y una interesante opción de rentabilidad para los inversionistas.

### 2.6.1. Clasificación del Mercado de Valores

El Mercado de Valores está compuesto por los siguientes segmentos:

- **Privado;** son las negociaciones que se realizan en forma directa entre comprador y vendedor, sin la intervención de una casa de valores.
- **Público;** son las negociaciones que se realizan con la intermediación de una casa de valores autorizada.
- **Primario;** es aquel en el que se colocan por primera vez los títulos que se emiten, ofreciendo nuevos activos financieros al público. Representa una importante fuente de financiamiento para las empresas emisoras que necesitan capital, obteniéndolo a través de la colocación de nuevos valores, ya sea en forma de acciones, bonos u obligaciones de cualquier tipo.
- **Secundario;** es considerado como una prolongación del mercado primario ya que se realizan negociaciones con los títulos que se han emitido y colocado previamente, es decir, los propietarios de nuevos activos, que fueron adquiridos en el mercado primario, los intercambian con nuevos compradores en el mercado secundario. El dinero que se obtiene por la negociación de los títulos en este mercado no forma parte de los recursos

de la empresa emisora, ya que el beneficio lo obtiene el propietario de los títulos al momento de la operación.

### 2.6.2. Entidades de Control del Mercado de Valores en Ecuador

- **Consejo Nacional de Valores;** es el órgano adscrito a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros que establece la política general del mercado de valores y regula su funcionamiento.
- **Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros;** es la entidad que ejecuta la política general del mercado de valores y controla a los participantes del mercado.
- **Bolsas de Valores;** son corporaciones civiles sin fines de lucro, autorizadas por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, que tienen por objeto brindar a sus miembros el lugar físico, servicios y mecanismos requeridos para la negociación de Valores inscritos en ella. “Las Bolsas de Valores son responsables de fomentar un mercado integrado, informado, competitivo y transparente” (Ley de Mercado de Valores, 2014).

### 2.6.3. Participantes del Mercado de Valores

- **Emisores;** son entidades que ponen sus valores a través del mercado bursátil, con el fin de captar los ahorros del público para financiar sus inversiones u obtener capital de trabajo. Pueden ser entidades públicas, privadas o fideicomisos.
- **Inversionistas;** son personas naturales o jurídicas que disponen de recursos económicos y los destinan a la compra de valores, con el objeto de lograr una rentabilidad adecuada en función del riesgo adquirido. Para participar en el mercado de valores no se requiere de montos mínimos de inversión.
- **Bolsas de Valores;** son corporaciones civiles sin fines de lucro, autorizadas por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, que tienen por objeto brindar a sus miembros el lugar físico, servicios y mecanismos requeridos para la negociación de Valores inscritos en ella.

- **Casas de Valores;** son compañías anónimas autorizadas, miembros de las bolsas de valores cuya principal función es la intermediación de valores, además de asesorar en materia de inversiones, ayudar a estructurar emisiones y servir de agente colocador de las emisiones primarias.
- **Deposito centralizado de compensación y liquidación de valores (DECEVALE):** es una compañía anónima autorizada y controlada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros para recibir en depósito valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, encargarse de su custodia, conservación y brindar los servicios de liquidación y registro de transferencias de los mismos y, operar como cámara de compensación de valores
- **Calificadoras de Riesgo;** son sociedades anónimas o de responsabilidad limitada, independientes, que tienen por objeto la calificación de riesgo de emisores y valores.
- **Administradoras de Fondos y Fideicomisos;** son compañías anónimas que administran fondos de inversión y negocios fiduciarios.

#### **2.6.4. Beneficios y oportunidades**

El Mercado de Valores no sólo sirve para negociar valores; aunque está poco desarrollado permite que el público participe en la actividad empresarial adaptándose a los inversores y las empresas por igual.

Ventajas:

- Es un mercado integrado, transparente y organizado, en el que la intermediación de valores es competitiva, ordenada y equitativa, como resultado de una información veraz, oportuna y completa.
- Estimula la generación de ahorro, que deriva en inversión.
- Genera un flujo importante y permanente de recursos para el financiamiento en el mediano y largo plazo.

Beneficios:

- **Diversificación de la Inversión:** Invertir en valores contribuye a mejorar la diversificación de su portafolio. La amplia oferta de opciones de inversión permite al inversionista acceder al valor que mejor se adecue a su perfil y necesidades financieras.
- **Mayor Liquidez:** Por tratarse de valores que se negocian en el mercado de valores hay mayor facilidad de comprar y vender los valores lo cual se traduce en liquidez.
- **Eficiencia, seguridad y transparencia:** Al tratar directamente con una Casa de Valores, autorizada y regulada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, elimina el riesgo de fraude al que se expondría al operar con entidades desconocidas y no reguladas.

#### 2.6.5. Valores que se negocian

Los valores que se negocian en el Mercado de Valores, están constituidos por activos financieros de largo plazo tanto de renta variable, que representan la participación accionaria de sus tenedores en la empresa, como de renta fija, que son títulos que representan una deuda para el emisor. Este mercado se caracteriza por los diferentes grados de riesgo y liquidez, que van en función del emisor, ya que existe un menor riesgo con los documentos emitidos por el gobierno que con las acciones de una empresa.

Uno de los principales atributos de los documentos del Mercado de Valores es la oportunidad que ofrecen a los inversionistas no sólo de adquirir una deuda y convertirse en acreedores del emisor, sino la de convertirse en socios de la empresa que ofrece los documentos, aunque en el caso de los instrumentos emitidos por el Estado sólo se adquiere un título de deuda, ya que jamás podrá ser socio.

Para que un derecho sea considerado como valores negociable, debe ser reconocido como tal por el Consejo Nacional de Valores (Ley de Mercado de Valores, 2014).

### 2.6.5.1. Valores de Renta Variable

Son un conjunto de activos financieros que no tienen vencimiento fijo y cuyo rendimiento, en forma de dividendos y capital; la renta es incierta pues dependerá según el desenvolvimiento del emisor, es decir, de los resultados financieros de la empresa. Son valores de Renta Variable:

- **Acciones;** son las partes o fracciones iguales en que se divide el capital de una compañía, así como al título que representa la participación en el capital suscrito. Por eso, al ser representativas de un valor, deberán expresarse en una cantidad de dinero. Confieren a su propietario la calidad de accionista de una sociedad anónima o de una sociedad en comandita por acciones. Las acciones pueden ser ordinarias o comunes y preferidas o preferentes. Las acciones ordinarias o comunes representan a la mayoría del capital, quienes las poseen obtienen rentabilidad sólo cuando la empresa reporta utilidades en sus ejercicios fiscales. Las acciones preferidas o preferentes garantizan un rendimiento anual, sin importar si la empresa tiene utilidades o pérdidas; si la empresa tiene utilidades el rendimiento será mayor, si tiene pérdidas de todas formas recibirá beneficios.
- **Cuotas de Participación;** representan los aportes realizados por los constituyentes de un fondo colectivo, y que son valores negociables en el mercado y requieren de una calificación de riesgo.

### 2.6.5.2. Valores de Renta Fija

Son valores cuyo rendimiento no depende de los resultados de la compañía emisora, sino que está predeterminado en el momento de la emisión y es aceptado por las partes. Son valores de Renta Fija:

- **Valores de corto plazo con tasa de interés;** son valores cuyo plazo de vigencia se ubica entre uno y trescientos sesenta días y devengan una tasa de interés; entre los principales tenemos: pagarés, pólizas de acumulación, certificados de depósito, certificados de inversión, papel comercial.
- **Valores de corto plazo con descuento;** son valores cuyo plazo de vigencia total se ubica entre uno y trescientos sesenta días y al no devengas interés, su rendimiento se determina por el descuento en el

precio de compra/venta; entre los principales tenemos: cupones, letras de cambio, aceptaciones bancarias, certificados de tesorería.

- **Valores de largo plazo;** son valores de deuda cuyo plazo de vigencia total es mayor a trescientos sesenta días y devengan una tasa de interés; entre los principales tenemos: bonos del Estado, cédulas hipotecarias, obligaciones, valores de titularización.
- **Otros valores;** tenemos a las Notas de Crédito emitidas por el SRI<sup>6</sup>, que sirven para pagar impuestos, es decir operaciones de crédito tributario. No tienen plazo de vencimiento ni devengan interés, son negociados en bolsa en base a precio.

#### **2.6.6. Oferta Pública de Acciones**

Dentro de los valores de renta variable emitidos en el Mercado de Valores se encuentran las acciones, que son títulos representativos en que se divide el capital de una sociedad anónima. En la economía contemporánea es normal y sano que el capital contable de las grandes empresas se diluya en miles de inversionistas dispersos por todo el mundo. Un accionista es propietario de un porcentaje de la sociedad de acuerdo a la cantidad de acciones que posee por lo que tanto los beneficios como las pérdidas comparten entre todos los socios.

Es la oferta pública efectuada por una persona natural o jurídica, sola o en conjunto con otras personas, para adquirir acciones u obligaciones convertibles en acciones, o ambas, de una compañía inscrita en bolsa, en condiciones que permitan a los adquirentes alcanzar su toma de control (Ley de Mercado de Valores, 2014).

La Oferta Pública de Acciones es una operación que se realiza en el Mercado de Valores en la que una empresa expresa públicamente su deseo de adquirir o vender las acciones de una empresa que cotiza en la Bolsa de Valores. Esta oferta pública de acciones puede ser primaria o secundaria.

---

<sup>6</sup> SRI, Servicio de Rentas Internas

**2.6.6.1. Oferta Pública Primaria de Acciones**

Se denomina Oferta Primaria de Acciones, cuando la oferta pública se refiere a los valores cuya negociación se realiza con el fin de obtener la primera colocación de la emisión, con la consiguiente captación de recursos para el emisor. Se puede realizar oferta pública primaria de acciones en los siguientes casos:

Constitución sucesiva de compañías anónimas a través de la suscripción pública de acciones.

Aumentos de capital a través de la suscripción pública de acciones.

**2.6.6.2. Oferta Pública Secundaria de Acciones**

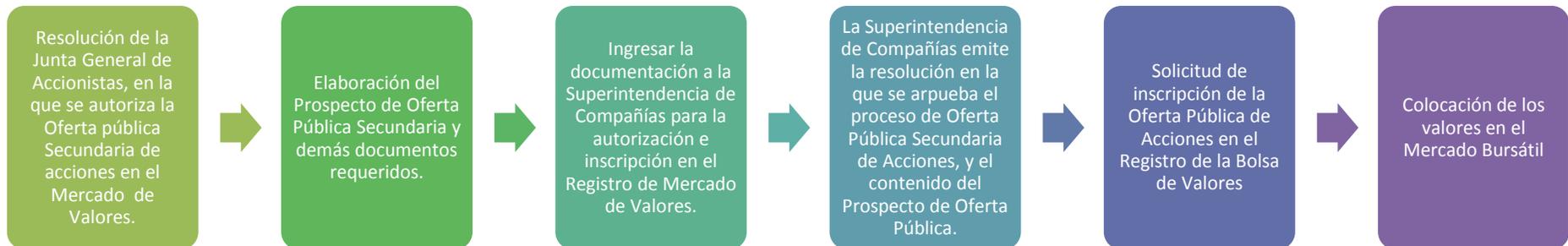
Es la oferta que se efectúa con el objeto de negociar en el Mercado de Valores, aquellas acciones emitidas y colocadas previamente.

### 2.6.6.3. Proceso de Emisión de Acciones

#### Oferta Pública Primaria de Acciones



#### Oferta Pública Secundaria de Acciones



## **CAPITULO III**

### **VALORACIÓN DE EMPRESAS**

#### **3.1. Conceptualizaciones y aspectos importantes**

En épocas de crisis económicas, no es habitual que los inversionistas busquen oportunidades de inversión sino que también pueden explorar opciones de colocación de recursos cuando las expectativas económicas mejoran; otras situaciones en donde se hace indispensable conocer el valor comercial de un negocio cuando hay ingreso o retiro de socios, transacciones de compra-venta inclusive para la evaluación de la gestión administrativa y financiera. Para detectar dichas oportunidades de negocio o cualquier situación administrativa será preciso una valoración adecuada de las empresas objeto de ésta investigación.

El proceso de valoración de un activo tangible es una tarea difícil, y aún más si se trata de una empresa; sin embargo parecería un asunto fácil en los mercados bursátiles en los que se compran y venden acciones de empresas, no obstante no existe correlación puesto que los precios de las acciones de una empresa en los mercados de valores no coincide con el valor de las mismas.

La valoración de empresas investiga el importe justo el cual será asignado a una determinada empresa; “el valor de la empresa es el coste de comprar el derecho sobre el flujo de caja total de la empresa; el valor de la empresa es esencialmente la capitalización de mercado más la deuda neta y más el valor de cualquier otro reclamo de la empresa” (Koller & Murrin, 1995).

Mediante el proceso de valoración de empresas se conseguirá estimar un intervalo de valor razonable en función de sus recursos propios, la situación actual de la empresa al momento de la transacción y el método utilizado; es por eso que la estimación del valor no será una cifra única.

##### **3.1.1 Fases**

Se debe tomar en cuenta que independientemente del modelo a usar al momento de realizar una valoración, el resultado es una hipótesis en función de las expectativas futuras de ingresos, de los valores estimados de los activos de la empresa y de las tasas de descuento aplicadas.

Durante el proceso de valoración de empresas se pueden encontrar en dos situaciones:

- Ser accionista o parte de la administración de la empresa a ser valorada.
- Ser una tercera persona, entre ellos: profesional del área financiera, consultor o un inversionista

En el primer caso el proceso de valoración de la empresa se torna fácil, ya que se podrá contar con el 100% de la información interna que se requiere para llevar a cabo la valoración, inclusive se tendrá el valor agregado y variable importante que es conocer el pasado, presente y los planes de negocios a futuro de la empresa.

Si es de situación externa, será difícil contar con el 100% de la información interna de la empresa a ser valorada, inclusive se deberá tener cuidado con la proporcionada a las entidades de control puesto que no es actualizada a la fecha y no se podrá conseguir información histórica. “En esta situación la valoración se basa en los flujos de caja esperados, corregidos por las posibles ventajas competitivas, ya que la información con que se cuenta no permite realizar previsiones exactas de los resultados que pueden obtenerse” (Viila, 2007).

Previo a comenzar con el análisis de la empresa objeto de valoración se deben tomar en cuenta los siguientes aspectos, entre los más importantes:

- Tipos de elementos que conforman el negocio:
  - o Tangibles; estipulados en los estados financieros.
  - o Intangibles; elementos que no están reconocidos en los estados financieros, como son la clientela, imagen, marca, personal calificado, entre otros.
- Resultados que puedan generar en un futuro previsible, generalmente de duración entre tres y cinco años.
- La tasa de descuento que debe ser aplicada para convertir las estimaciones de futuro en valores presentes.

Después de analizar los aspectos señalados precedentemente, se pueden diferenciar las siguientes fases para un correcto proceso de valoración de empresas:

- Investigar sobre la cultura organizacional; conocer su personal forma de actuar y resolver problemas.

- Conocer al negocio y su entorno, esto quiere decir:
  - Descripción general de la empresa.
  - Tendencias del sector o industria en la que participa.
  - Problemática financiera de la empresa.
  - Estudio de mercado.
  - Capacidad de sus instalaciones y descripción de su proceso productivo.
  - Principales competidores y proveedores.
  - Ventajas y desventajas competitivas.
  - Planes y estrategias futuros.
  - Estructura legal de la empresa.
- Prever el futuro; esto consiste en calcular el valor de la empresa en relación con los flujos de caja que se estima genere en el futuro; para esto habrá que crear diferentes escenarios futuros y aplicar los métodos de valoración, que son analizados en este trabajo de investigación.
  - Proyección de Estados Financieros.
  - Periodo de valoración; será necesario distinguir tres niveles: período base, período de pronóstico y período continuo.

### **3.1.2 Períodos de valoración**

#### **Período Base**

De acuerdo con (Jaramillo, 2010) el período base es la especificación del momento en que se realiza la valoración de una firma; ésta afirmación aclara que para empezar con el proceso de valoración se debe tomar un período inicial que puede ser una fecha actual o una fecha pasada pero reciente, pero no debe exceder en el tiempo porque se corre el riesgo de afectar a la valoración de la empresa.

#### **Período de Pronóstico**

Para la definición de éste período se deberá considerar el tipo de empresa, sector al que pertenece, trayecto en el mercado, características tecnológicas y sus intangibles. Es importante distinguir el tipo de empresa para realizar el correcto

periodo de pronóstico de valoración, no se puede definir el mismo período para una empresa comercial, para una empresa de servicios o una empresa tecnológica, esto se debe a que sus mercados tienen condiciones diferentes, al igual que su competencia y estructura de negocio.

El período de pronóstico debe tener un tiempo determinado de duración, suele ser de tres a cinco años, pero depende de los aspectos y características de la empresa.

### **Período Continuo**

El período continuo es el año siguiente al último año del período de pronóstico, por ejemplo si el período de pronóstico del proceso de valoración de una empresa es de cinco años, iniciando el año 2014 y finalizando el 2018, el período continuo es el año 2019.

#### **3.1.3 Objetivo**

“Existen varias situaciones por las que puede ser necesario una valoración económica de una empresa, pero básicamente son las que responden a las siguientes interrogantes: valor para quién?, valor para qué?, en qué circunstancias se va a valorar?” (López & De Luna, 2001).

El principal objetivo financiero de la valoración de empresas no sólo está relacionado con la búsqueda de maximizar las utilidades puesto se estaría considerando únicamente el corto plazo, y no toma en cuenta la continuidad sino también en permanecer en el largo plazo en el mercado generando valor. Otros objetivos de carácter interno de una valoración pueden ser:

- Determinar políticas de dividendos.
- Identificar o determinar el grado de la gestión administrativa y financiera.
- Conocer la situación actual del patrimonio.
- Reestructuración de capital.
- Medir el impacto de posibles estrategias y políticas de la empresa.
- Valoración de activos intangibles.
- Herencias y legados.

Los aspectos externos pueden ser:

- Operaciones de fusiones o liquidaciones.
- Oportunidades de mercado, dentro de la cual se puede diferenciar la oferta pública de acciones, motivo de este estudio.
- Creación de unidades de negocios externas.
- Oportunidad de venta de la empresa.

Como puede observarse son diversas las razones que se presentan en el ámbito financiero que requieren de la valoración de la empresa, los motivos u objetivos de este requerimiento necesitan de un amplio análisis de los aspectos clave y puntos del negocio, a fin de determinar de la manera más precisa el valor de la empresa.

#### **3.1.4 Usuarios**

Los usuarios de la valoración de empresas radican en empresarios, inversionistas, analistas y directores de empresas que buscan a través de la valoración un instrumento de evaluación de los resultados de la empresa (Fernández, 2005), éstos usuarios interesados en el proceso podrán evaluar proyectos, valorar inversiones, asignar estrategias, evaluar adquisiciones o fusiones entre otras.

### **3.2. Métodos de valoración de empresas**

Según (Manjarres Cuello, 2010) en la actualidad se han creado y desarrollado varios modelos de valoración de empresas y se podría decir que una empresa puede ser valorada casi con cualquier variable, cada modelo tiene sus aciertos y desaciertos, sus fortalezas y debilidades.

La clasificación de los métodos de valoración están estrechamente relacionados con los objetivos anteriormente citados en este trabajo, hallar el valor de una empresa mediante estos métodos significa procesar elementos como son los estados financieros. (Fernández, 2005) expone los 4 métodos más utilizados para la valoración de empresas:



### 3.2.1 Métodos Basados en el balance (valor patrimonial)

También llamados métodos estáticos, tienen como objeto determinar el valor de la empresa por medio de la estimación del valor patrimonial reconocido en los estados financieros de un periodo de tiempo.

El valor de una empresa sería el valor de reposición que tendrían los activos menos los pasivos reconocidos en los estados financieros en ese momento, lo que daría como resultado el patrimonio neto de la empresa.

Dentro de este grupo se sitúan los siguientes métodos según (Fernández, 2005): valor contable o del patrimonio, valor contable ajustado, valor de liquidación y valor sustancial; el método del valor contable o del patrimonio será definido y aplicado en el capítulo cuatro de este trabajo.

#### 3.2.1.1 Valor contable o del patrimonio

(Moyer, Administración Financiera Contemporánea, 2004) señala que el valor contable de las acciones es el valor de los recursos propios que figuran en el balance. Este método también es llamado como valor en libros o patrimonio neto de la empresa, el valor contable es el valor de los fondos propios que aparecen en los estados financieros.

Se calcula como la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible, es decir, el excedente del conjunto de bienes y derechos de una empresa sobre la totalidad de su deuda frente a terceros.

$$\text{Valor contable} = \text{Activo total} - \text{Pasivo total}$$

### **3.2.1.2 Valor Contable ajustado**

El valor contable ajustado es el valor contable pero modificado los valores de los activos y los pasivos que están reconocidos en los estados financieros. Este método permite realizar depuraciones de los activos y pasivos, ajustes por revaluaciones o por pérdidas de valor, lo que ayuda a obtener un valor patrimonial de la empresa más adecuado y aproximado al mercado.

### **3.2.1.3 Valor de liquidación**

Este método se aplica en el caso en que la empresa se encuentre en proceso de liquidación o se estime que la empresa ya no cumple con la hipótesis de negocio en marcha; considera al valor de los activos bajo el supuesto de si se los negociara para cancelar los pasivos de la empresa. (Fernández, 2005) indica que el valor de liquidación es el valor mínimo que se le puede dar a una empresa.

Para calcular el valor de la empresa mediante este método se considera el valor contable ajustado menos los gastos de liquidación de la empresa, entre los cuales están: gastos fiscales, indemnizaciones a empleados, gastos legales.

### **3.2.1.4 Valor sustancial**

El método del valor sustancial también llamado costo de reposición busca calcular la inversión que se debería da hacer para la constitución de una empresa similar y con las mismas condiciones a la que se está valorando. (Pereyra Terra, 2008) indica que el valor sustancial cobra mayor sentido bajo tres modalidades:

- Valor sustancia bruto (valor de los activos a precios de mercado).
- Valor sustancial neto de pasivos exigibles (patrimonio neto ajustado y finanzas operativas).
- Valor sustancial bruto reducido (activos netos de deuda sin coste).

### **3.2.2 Métodos basados por el descuento de flujos**

El flujo de efectivo descontado supone una proyección de los recursos en efectivo que se esperan de la empresa en un determinado número de años (Fernández, 2005), éstos flujos calculados a futuro son traídos a valor presente con una tasa de descuento que generalmente es el costo del capital invertido en la empresa.

En el análisis de los flujos de efectivo se tiene la posibilidad de incorporar y conocer los montos y efectos que las inversiones en activos, capital de trabajo y fuentes de recursos tendrán en la generación de ventas y utilidades y por consiguiente en el numerario disponible para los propietarios del capital en el mediano y largo plazo.

Según (Pere Viñolas, 2003) para el desarrollo metodológico de valoración basada en el descuento de flujos presenta dos enfoques; el primero sobre la entidad y el segundo sobre el patrimonio:

#### **Enfoque Entidad**

Este enfoque separa los flujos operativos de los flujos financieros. Considera el valor de mercado como el valor presente neto (VPN) de flujos operativos y de valor terminal, descontado la tasa (WACC) costo promedio ponderado del capital.

#### **Enfoque Patrimonial**

En el enfoque patrimonial se intenta calcular el valor de la empresa basado en la estimación del valor de su patrimonio, es decir, considera los flujos netos esperados de utilidades del accionista más el valor terminal estimado a perpetuidad, descontando el costo patrimonial del capital.

### **3.2.2.1 Método General para el descuento de flujos de efectivo**

En éste método se trata de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de efectivo llamados *cash flows* que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa apropiada según el riesgo de dichos flujos según (Fernández, 2005).

Éste método general considera que el valor de la empresa en marcha estará dado por el flujo de fondos que generará la empresa en cada período y el

valor residual de la empresa en un año determinado, procediendo luego a determinar su valor actual a una tasa de descuento adecuada.

De acuerdo con (Fernández, 2005), los métodos basados en el descuento de flujos de fondos partes de la siguiente expresión:

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

**Dónde:**

CF = Flujo de fondos generado por la empresa en el periodo

VR = Valor residual de la empresa en el año  $n$

k = Tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos

### 3.2.2.1.1 Determinación del flujo de efectivo adecuado

Es importante conocer los diferentes tipos de flujo de efectivo adecuado y las tasas de descuentos apropiadas en el proceso de valoración por éste método:

**Tabla 11, Tipos de Flujos de Efectivo**

Flujo de Fondos	Tasa de Descuento Apropiada
CFac. Flujo de fondos para los accionistas	Ke. Rentabilidad exigida a las acciones
CFd. Flujo de fondos para la deuda	Kd. Rentabilidad exigida a la deuda
FCF. Flujo de fondos libre (free cash flow)	WACC. Costo promedio ponderado de los recursos (deuda y capital)
CCF. Capital cash flow	WACC antes de impuestos

Fuente: (Fernández, Métodos de Valoración de Empresas, 2008)

- **Flujo de fondos disponible para accionistas (CFac).**

Permite determinar el valor de la empresa, mediante el valor de la acciones conjuntamente con el valor de la deuda. Se calcula restando el flujo de fondos libre menos el capital más intereses de la deuda programada que se debe a los acreedores y se suma las aportaciones de una nueva deuda si la hubiere.

- **Flujo de fondos para la deuda (CFd).**

Se fundamenta en sumar los intereses que corresponden pagar por la deuda más las devoluciones de principal. Con este flujo se puede determinar el valor de mercado actual de la deuda existente y se descuenta a la tasa de rentabilidad exigida a la deuda.

- **Flujo de caja libre (FCF, free cash flow).**

Se basa en el flujo de fondos generado por las operaciones sin tomar en cuenta el endeudamiento después de impuestos. Se denomina también flujo de fondos libre puesto que se refiere al flujo de fondos operativo, es decir, el dinero que estaría disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades en activos fijos y necesidades operativas de fondos sin tomar en cuenta el endeudamiento.

- **Capital cash flow (CCF).**

Es la suma del flujo de fondos disponibles para la deuda más el flujo de fondos para los accionistas.

### **3.2.2.1.2 Cálculo de la tasa de descuento**

En el modelo financiero de valoración de empresas por el método de flujos de efectivo descontados, se representa el rendimiento esperado por los posibles inversionistas, durante los años que se hayan estimado los flujos de caja.

La tasa de descuento o costo del capital es una medida financiera que se aplica para determinar el valor actual de un pago futuro. La tasa de descuento se diferencia de la tasa de interés, puesto que se aplica a una cantidad original para obtener el incremento que sumado a ella da la cantidad final, mientras que en el descuento se resta de una cantidad esperada para obtener una cantidad en el presente. Esto se obtiene a través del promedio ponderado del costo de oportunidad de la inversión para los socios y el costo de la deuda financiera, se conoce como el Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC) por sus siglas en inglés *Weighted Average Cost of Capital*. Para hallar este costo se utilizó la siguiente fórmula:

$$WACC = KD * \%D + KE * \%E$$

**Dónde:**

KD = Costo de la deuda de la empresa neta de impuestos.

%D = Proporción del capital ajeno o deuda con respecto a la cifra total del capital propio mas la deuda.

KE = Costo del capital propio de la empresa.

%E = Proporción del capital propio con respecto a la cifra total del capital propio más la deuda.

El costo de la deuda (KE) se determina en función de las tasas de interés pactadas con los acreedores, mientras que el costo del capital propio se determina de las expectativas de rentabilidad que tendría el inversionista; para hallar este costo se utiliza la siguiente fórmula:

$$KE = T + (B * R) + T1$$

**Dónde:**

KE = Costo del capital propio de la empresa.

T = Tasa libre de riesgo.

B = Beta de la industria.

R = Tasas de riesgo país Ecuador.

T1 = Tasas de riesgo de la industria.

**3.2.2.1.3 Cálculo del valor residual**

Es el monto neto que la empresa espera obtener de una activo al final de su vida útil, después de haber deducido los costos derivados de su enajenación (Fernández, Métodos de Valoración de Empresas, 2008). El valor residual de la empresa en el año “n” se puede calcular mediante el descuento de los flujos futuros a partir de ese periodo.

**3.2.2.1.4 Obtención del valor de la empresa**

Finalmente, al valor presente de los flujos futuros de adiciona el valor residual y se descuenta al WACC para hallar el valor de la empresa.

### **3.2.3 Métodos basados en la cuenta de resultados**

(Fernández, 2005) menciona que los métodos basados en la cuenta de resultados a diferencia de los otros métodos, tratan de determinar el valor de la empresa a través de la magnitud de los beneficios de las ventas o de otros indicadores. Así el precio de la acción es un múltiplo del beneficio. Generalmente estos métodos son utilizados en países desarrollados, en donde, existe estabilidad económica, parámetros estadísticos de bolsa de valores confiables y sobretodo control contable a nivel estatal.

#### **3.2.3.1. Valor de los beneficios Per (Price Earnings Ratio)**

Se obtiene multiplicando el beneficio neto anual por un cociente denominado PER. El PER de una acción indica el múltiplo del beneficio por acción que se paga en la Bolsa de Valores en el momento o como promedio de los últimos años.

#### **3.2.3.2. Valor de los dividendos**

Los dividendos son los pagos periódicos a los accionistas y son en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben los accionistas. Según este método, el valor de una acción es el valor actual de los dividendos que se espera obtener de ella.

#### **3.2.3.3. Múltiplo de las ventas**

Este método de valoración, consiste en calcular el valor de una empresa multiplicando sus ventas por un número. Para analizar la consistencia de este método se realiza un análisis de la relación entre el ratio precio/ventas y la rentabilidad de la acción según (Van Horne & Wachowicz, 2008).

### **3.2.4 Métodos mixtos basados en el fondo de comercio o goodwill**

Hay empresas son reconocidas mucho más por su nombre que por sus libros contables, tales empresas como Coca Cola, Apple, Microsoft. Este tipo de métodos tratan de correlacionar primeramente la valoración estática de la empresa y luego reconocer el valor que pueda generar la empresa en el futuro pero a partir de un punto determinado en el tiempo representado en el valor

inmaterial de la empresa, que usualmente no aparece reflejado en los estados financieros.

### **3.3. Principales diferencias conceptuales y de aplicación entre el método de valoración del patrimonio y el método de flujos de efectivo descontado**

La estructura económica y financiera se ve reflejada a través de los libros contables de la empresa, consecuentemente el valor de la empresa queda expresado en la suma de todos los elementos que componen los resultados de los estados financieros, en el momento de corte.

Éste punto de vista de valoración no es real, ya que no tiene en cuenta el transcurso del tiempo y su incidencia en el valor, además los estados financieros no siempre constituyen la justa representación económica de la empresa, puesto que concurren muchos aspectos estadísticos y de percepción además de los bienes, como son, el factor humano, ubicación de la empresa en el mercado, capital intelectual, entre otros.

La aplicación del método de valoración patrimonial es recomendable para que los accionistas de la empresa puedan conocer el crecimiento de la misma y mediante la información de los estados financieros se determine la estructura económica de la empresa.

## CAPÍTULO IV

### APLICACIÓN Y ANÁLISIS DE LOS MÉTODOS

#### 4.1 Obtención de la Muestra

En el Ecuador las Sociedades Jurídicas se encuentran reguladas y controladas en cuanto a principios contables, financieros y tributarios por la Superintendencia de Compañías, Seguros y Valores, Superintendencia de Bancos, Superintendencia de Economía Popular y Solidaria y el Servicio de Rentas Internas.

La Superintendencia de Compañías Seguros y Valores regula y controla a las Sociedades Jurídicas o empresas entre otras a las Sociedades Anónimas, de Responsabilidad Limitada, de Economía Mixta y Sucursales de Compañías extranjeras. Esta entidad de control tiene un catastro al año 2012 de 49.938 compañías, de las cuales, 47.002 tienen la condición de activas.

La Superintendencia de Compañías Seguros y Valores clasifica a las empresas por su tamaño en grandes, medianas, pequeñas y micro empresas, tomando en consideración las variables del valor total de sus activos, cantidad empleados y el valor de sus ventas anuales (Tabla 12).

La Superintendencia de Compañías Seguros y Valores ha clasificado las actividades económicas de las compañías basados en la Clasificación Internacional Industrial Uniforme – CIIU, en inglés, *International Standard Industrial Classification of All Economic Activities* (abreviada como ISIC), ésta tiene la finalidad de establecer una codificación ajustada a nivel mundial, es utilizada para identificar niveles de normalización, desarrollo, requerimientos, políticas económicas e industriales, entre otros intereses.

Por lo general, cada país desarrolla una clasificación industrial propia, en la forma más adecuada para responder a sus circunstancias individuales y al grado de desarrollo de su economía. Considerando que las necesidades de clasificación industrial varían, ya sea para los análisis nacionales o para fines de comparación internacional. La CIIU permite que los países produzcan datos de acuerdo con categorías comparables a escala internacional.

La CIIU desempeña un papel importante al proporcionar el tipo de desglose por actividad necesario para la compilación de las cuentas nacionales desde el punto de vista de la producción.

En la Tabla 13 se muestra el desglose de la Actividad de Turismo I55 Actividades de Alojamiento, de acuerdo con la Superintendencia de Compañías Seguros y Valores se encuentran registradas 898 empresas en el Ecuador bajo este código de las cuales 236 están activas.

Para este estudio establecí como universo las empresas activas denominadas grandes, según el catastro de la entidad de control son 20 empresas, como muestra se ha considerado el 25% que corresponde a 4 empresas.

**Tabla 12, Empresas Hoteleras según su tamaño (CIU: I5510.11)**

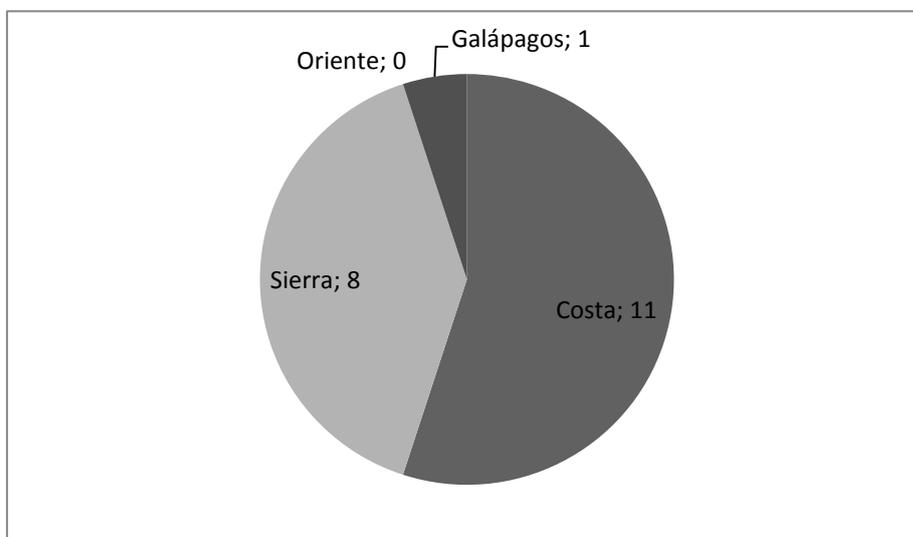
Tipo	Total	Activas
Grande	40	20
Mediana	110	44
Pequeña	329	88
Micro Empresa	215	55
No Definido	204	29
<b>TOTAL</b>	<b>898</b>	<b>236</b>

Fuente: Superintendencia de Compañías Seguros y Valores

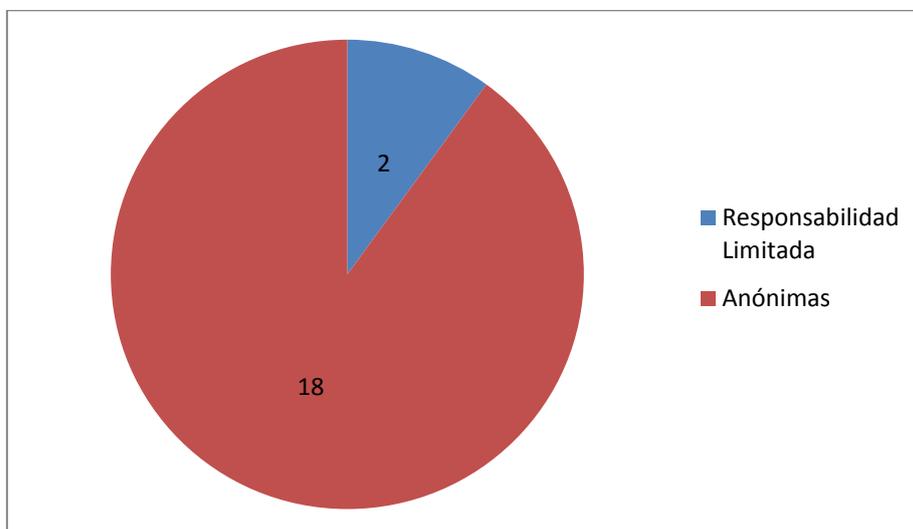
**Tabla 13, CIU Actividad Turística, Servicios de alojamiento**

Código CIU N1	Descripción CIU N1	Código CIU N2	Descripción CIU N2	Código CIU N3	Descripción CIU N3	Código CIU N4	Descripción CIU N4	Código CIU N5	Descripción CIU N5	Código CIU N6	Descripción CIU N6
I	I - ACTIVIDADES DE ALOJAMIENTO Y DE SERVICIO DE COMIDAS.	I55	I55 - ACTIVIDADES DE ALOJAMIENTO.	I551	I551 - ACTIVIDADES DE ALOJAMIENTO PARA ESTANCIAS CORTAS.	I5510	I5510 - ACTIVIDADES DE ALOJAMIENTO PARA ESTANCIAS CORTAS.	I5510.1	I5510.1 - HOTELES.	I5510.11	I5510.11 - Servicios de alojamiento prest

Fuente: Superintendencia de Compañías Seguros y Valores

**Gráfico 19, Ubicación Geográfica del Universo de empresas del estudio**

Fuente: Superintendencia de Compañías Seguros y Valores

**Gráfico 20, Tipos de Empresa en el Universo**

Fuente: Superintendencia de Compañías Seguros y Valores

El listado de las empresas consideradas como universo para este estudio se detalla en la Tabla 14 a continuación:

**Tabla 14, Universo de empresas del estudio**

No.	RAZÓN SOCIAL	NOMBRE COMERCIAL	RUC	REGIÓN
1	GRAND HOTEL GUAYAQUIL SA	GRAND HOTEL GUAYAQUIL S.A.	0990196842001	COSTA
2	HOTEL BOULEVARD ELBOULEVARD S.A.	HAMPTON INN BOULEVARD	0990267278001	COSTA
3	HOTELES DEL ECUADOR HODESA C.A.	HOTEL AKROS	1791236319001	SIERRA
4	CONTINENTAL HOTEL S.A.	HOTEL CONTINENTAL	0990000085001	COSTA
5	PROMOTORA HOTEL DANN CARLTON QUITO, PROMODANN CÍA. LTDA.	HOTEL DANN CARLTON	1090109487001	SIERRA
6	HOTEL COLON INTERNACIONAL CA	HOTEL HILTON COLÓN QUITO	1790033287001	SIERRA
7	QUITOLINDO QUITO LINDO S.A.	HOTEL QUITO	1791437195001	SIERRA
8	SOCIEDAD HOTELERA COTOPAXI S.A. COPAXI	RADISSON ROYAL QUITO	1791325524001	SIERRA
9	H.O.V. HOTELERA QUITO SA	SWISSOTEL QUITO	1790580113001	SIERRA
10	HOTEL ORO VERDE S.A. HOTVER	HOTEL ORO VERDE	0992935110010	COSTA
11	HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A.	HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A.	1792032172001	COSTA
12	PLUSHOTEL S.A.	HOTEL HOLIDAY INN EXPRESS QUITO	1791937856001	SIERRA
13	HOTEL CASAGANGOTENA S.A.	HOTEL CASAGANGOTENA S.A.	1792163994001	SIERRA
14	AMAZONASHOT HOTELERÍA ORGANIZACIONES Y TURISMO S.A.	HOTEL J.W. MARIOTT	1791240251001	SIERRA
15	HOTEL COLON GUAYAQUIL S.A.	HOTEL HILTON COLÓN GUAYAQUIL	0991189432001	COSTA
16	APARTAMENTOS Y HOTELES ECUATORIANOS APARTEC SA	GRAND HOTEL MERCURE ALAMEDA	1790376338001	SIERRA
17	HOTEL RIO AMAZONAS APARTSUIT S.A.	HOTEL RIO AMAZONAS	1791252691001	SIERRA
18	MANTAORO HOTELERA MANTA S.A.	HOTEL ORO VERDE	1390142389001	COSTA
19	GRANJA LA COLINA C A GRANCOL	HOTEL HILLARY NATURE RESORT & SPA	0791737788001	COSTA
20	MAGNETOCORP S.A.	HOTEL BARCELO COLON MIRAMAR	091306080001	COSTA

**Fuente:** Superintendencia de Compañías Seguros y Valores

#### 4.1.1 Empresas seleccionadas

**Razón Social:** HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A.

**Nombre Comercial:** HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A.

**RUC:** 1792032172001

HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A. es una compañía constituida en la ciudad de Quito, provincia Pichincha, capital de la República del Ecuador el 12 de diciembre de 2005 y se inscribió en el registro mercantil el 26 de marzo de 2006. Su objeto social consiste en la promoción y operación de proyectos turísticos y hoteleros en todas sus modalidades.

Al 31 de diciembre de 2014, el personal total de la Compañía alcanza 1.453 empleados, que se encuentran distribuidos en los diversos segmentos operacionales.

**Razón Social:** HOTEL CASAGANGOTENA S.A.

**Nombre Comercial:** HOTEL CASAGANGOTENA S.A.

**RUC:** 1792163994001

La compañía HOTEL CASAGANGOTENA S.A., se constituyó mediante escritura pública otorgada ante el Notario Tercero del cantón Quito, Dr. Roberto Salgado Salgado, el doce de septiembre de dos mil ocho.

Datos Históricos sobre el inmueble: Pertenece desde inicios de la República a una sola familia. La edificación original fue devastada por un incendio en el año 1915. La casa actual fue encargada en diseño y construcción a los hermanos Antonino y Paolo Russo, arquitectos italianos radicados en el país, quienes la terminaron en 1918 (fecha que consta como inscripción en el medallón del anáglifo del ochave).

En 2006 Grupo Futuro adquiere el inmueble, con la idea de transformarlo en un hotel Boutique de lujo. La intervención en el inmueble tomó un total de 5 años desde su adquisición, conceptualización, obtención de permisos y finalmente la remodelación y reconstrucción que inició en el año 2007, con los más altos estándares de calidad internacional, en este proceso interviene un grupo de prestigiosas empresas y profesionales.

**Razón Social:** PLUSHOTEL S.A.

**Nombre Comercial:** HOTEL HOLIDAY INN EXPRESS QUITO

**RUC:** 1791937856001

PLUSHOTEL S.A., es una Compañía constituida en el año 2004, en un inicio fue constituida como SOCIEDAD HOTELERA Y TURISTICA SOZORANGA S.A; una empresa dedicada a la administración de hoteles a través de la franquicia HOLIDAY INN EXPRESS, propiedad del grupo internacional INTERCONTINENTAL HOTELS GROUP. La Compañía está domiciliada en la Av. Orellana E6-54 y Reina Victoria, en la ciudad de Quito, Ecuador.

PLUSHOTEL S.A. administra la franquicia de hoteles INTERCONTINENTAL HOTELS GROUP INC. A través de su marca HOLIDAY INN EXPRESS QUITO, cuyo objeto económico es el servicio hotelero y el alquiler de salones para eventos y reuniones empresariales.

**Razón Social:** HOTEL COLÓN INTERNACIONAL C.A.

**Nombre Comercial:** HILTON COLÓN

**RUC:** 1790033287001

La compañía Hotel Colón Internacional C.A. fue constituida en la ciudad de Quito el 11 de junio de 1965, y tiene por objeto dedicarse a la actividad hoteles y turística.

Con fecha 1 de abril del 2005 se firmó el contrato de franquicia, entre Hotel Colón Internacional C.A. y Hilton International Co.

#### **4.2 Estados Financieros y periodos a ser estudiados**

Para llevar a cabo este estudio se ha utilizado los estados financieros al 31 de diciembre de 2014 como base, y los estados financieros de los años 2011, 2012 y 2013 para efectos históricos; los mencionados estados financieros son lo presentados por las empresas a la Superintendencia de Compañías, tomado de su portal web [www.supercias.gob.ec](http://www.supercias.gob.ec), información disponible para el público en general.

#### **4.2.1 Delimitación de aspectos comparables**

Para determinar la comparabilidad de las empresas seleccionadas en la muestra se consideró a las entidades que se encuentran en el estrato denominado Grande por parte de la Superintendencia de Compañías de conformidad a la actividad hotelera, según se explica en el punto 4.1 de este estudio.

#### **4.2.2 Principales indicadores y análisis financiero**

##### **4.2.2.1. Los Estados Financieros**

De acuerdo con (García, 2003) un estado financiero es una relación de cifras monetarias vinculadas con uno o varios aspectos del negocio y presentadas con un ordenamiento determinado. El objetivo de los estados financieros es presentar información confiable, comprensible y comparable para atender las diferentes necesidades comunes de los usuarios de los estados financieros, como por ejemplo:

- Decidir si comprar, mantener o vender inversiones.
- Evaluar la administración financiera de la gerencia.
- Evaluar la capacidad de la empresa para pagar.
- Determinar políticas impositivas.
- Determinar las ganancias y dividendos.
- Regular las actividades de las empresas (punto de vista estatal).

##### **4.2.2.1.1. Estado de Posición Financiera**

El Estado de Posición Financiera, también llamado de Situación Financiera, es un informe en el que se presentan las partidas de Activo, Pasivo y Patrimonio; determinando la posición financiera de la empresa en un determinado espacio de tiempo.

En este estudio se revisaron los estados de posición financiera de las empresas determinadas en la muestra por los periodos de 2011 a 2014:

**Tabla 15, Estados de Posición Financiera, Casa Gangotena, 2011-2014**

**HOTEL CASA GANGOTENA S.A.**

**ESTADOS DE POSICIÓN FINANCIERA**

*Años terminados al 31 de Diciembre*

*Expresado en dólares de los Estados Unidos de América (sin centavos)*

	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>
<b>ACTIVOS</b>	<b>11.372.108</b>	<b>11.105.155</b>	<b>10.656.353</b>	<b>11.516.959</b>
<b>Activo Corriente</b>	<b>1.296.770</b>	<b>1.306.753</b>	<b>1.190.961</b>	<b>1.951.547</b>
<i>crecimiento %</i>		<i>0,8%</i>	<i>-8,9%</i>	<i>63,9%</i>
<i>activo corriente como % de activos</i>	<i>11,4%</i>	<i>11,8%</i>	<i>11,2%</i>	<i>16,9%</i>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	405.474	205.954	28.168	813.050
Cuentas y Documentos por cobrar	891.296	1.100.799	1.162.793	1.138.497
<b>Activo No Corriente</b>	<b>10.075.338</b>	<b>9.798.402</b>	<b>9.465.392</b>	<b>9.565.412</b>
<i>crecimiento %</i>		<i>-2,7%</i>	<i>-3,4%</i>	<i>1,1%</i>
<i>activo no corriente como % de activos</i>	<i>88,6%</i>	<i>88,2%</i>	<i>88,8%</i>	<i>83,1%</i>
Propiedad, Planta y Equipo, neto	10.075.338	9.798.402	9.465.392	9.565.412
<b>PASIVOS</b>	<b>3.925.459</b>	<b>4.784.995</b>	<b>4.413.890</b>	<b>5.986.987</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>730.773</b>	<b>1.717.322</b>	<b>1.429.207</b>	<b>2.049.631</b>
<i>crecimiento %</i>		<i>135,0%</i>	<i>-16,8%</i>	<i>43,4%</i>
<i>pasivo corriente como % de pasivos + patrim.</i>	<i>6,4%</i>	<i>15,5%</i>	<i>13,4%</i>	<i>17,8%</i>
Cuentas y Documentos por pagar	284.191	1.050.837	275.470	209.907
Otros	446.582	666.485	1.153.737	1.839.724
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>3.194.686</b>	<b>3.067.673</b>	<b>2.984.683</b>	<b>3.937.356</b>
<i>crecimiento %</i>		<i>-4,0%</i>	<i>-2,7%</i>	<i>31,9%</i>
<i>pasivo no corriente como % de pasivos + patrim.</i>	<i>28,1%</i>	<i>27,6%</i>	<i>28,0%</i>	<i>34,2%</i>
<b>PATRIMONIO</b>	<b>7.446.649</b>	<b>6.320.160</b>	<b>6.242.463</b>	<b>5.529.972</b>
<i>crecimiento %</i>		<i>-15,1%</i>	<i>-1,2%</i>	<i>-11,4%</i>
<i>patrimonio como % de pasivos + patrimonio</i>	<i>65,5%</i>	<i>56,9%</i>	<i>58,6%</i>	<i>48,0%</i>
Capital Social	8.106.909	8.106.909	8.906.909	8.906.909
Reservas y Resultados Acumulados	- 92.910	- 652.565	- 1.786.748	- 2.664.446
Resultado del Ejercicio	- 567.350	- 1.134.184	- 877.698	- 712.491
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>11.372.108</b>	<b>11.105.155</b>	<b>10.656.353</b>	<b>11.516.959</b>

**Fuente:** Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

**Tabla 16, Estados de Posición Financiera, Plushotel (Holiday Inn), 2011-2014**

**PLUSHOTEL S.A**

**ESTADOS DE POSICIÓN FINANCIERA**

*Años terminados al 31 de Diciembre*

*Expresado en dólares de los Estados Unidos de América (sin centavos)*

	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>
<b>ACTIVOS</b>	<b>9.710.461</b>	<b>9.370.190</b>	<b>9.096.780</b>	<b>8.905.138</b>
<b>Activo Corriente</b>	<b>991.395</b>	<b>913.551</b>	<b>1.082.564</b>	<b>1.014.515</b>
<i>crecimiento %</i>		<i>-7,9%</i>	<i>18,5%</i>	<i>-6,3%</i>
<i>activo corriente como % de activos</i>	<i>10,2%</i>	<i>9,7%</i>	<i>11,9%</i>	<i>11,4%</i>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	286.242	233.970	440.460	407.820
Cuentas y Documentos por cobrar	705.153	679.581	642.104	606.695
<b>Activo No Corriente</b>	<b>8.719.066</b>	<b>8.456.639</b>	<b>8.014.216</b>	<b>7.890.623</b>
<i>crecimiento %</i>		<i>-3,0%</i>	<i>-5,2%</i>	<i>-1,5%</i>
<i>activo no corriente como % de activos</i>	<i>89,8%</i>	<i>90,3%</i>	<i>88,1%</i>	<i>88,6%</i>
Propiedad, Planta y Equipo, neto	8.719.066	8.456.639	8.014.216	7.890.623
<b>PASIVOS</b>	<b>7.440.075</b>	<b>6.397.773</b>	<b>5.226.790</b>	<b>3.789.368</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>489.975</b>	<b>584.725</b>	<b>2.060.120</b>	<b>2.517.005</b>
<i>crecimiento %</i>		<i>19,3%</i>	<i>252,3%</i>	<i>22,2%</i>
<i>pasivo corriente como % de pasivos + patrim.</i>	<i>5,0%</i>	<i>6,2%</i>	<i>22,6%</i>	<i>28,3%</i>
Cuentas y Documentos por pagar	203.007	103.056	136.503	53.547
Otros	286.968	481.669	1.923.617	2.463.458
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>6.950.100</b>	<b>5.813.048</b>	<b>3.166.670</b>	<b>1.272.363</b>
<i>crecimiento %</i>		<i>-16,4%</i>	<i>-45,5%</i>	<i>-59,8%</i>
<i>pasivo no corriente como % de pasivos + patrim.</i>	<i>71,6%</i>	<i>62,0%</i>	<i>34,8%</i>	<i>14,3%</i>
<b>PATRIMONIO</b>	<b>2.270.386</b>	<b>2.972.417</b>	<b>3.869.990</b>	<b>5.115.770</b>
<i>crecimiento %</i>		<i>30,9%</i>	<i>30,2%</i>	<i>32,2%</i>
<i>patrimonio como % de pasivos + patrimonio</i>	<i>23,4%</i>	<i>31,7%</i>	<i>42,5%</i>	<i>57,4%</i>
Capital Social	500.000	500.000	500.000	500.000
Reservas y Resultados Acumulados	1.234.779	1.770.388	2.503.932	3.369.989
Resultado del Ejercicio	535.607	702.029	866.058	1.245.781
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>9.710.461</b>	<b>9.370.190</b>	<b>9.096.780</b>	<b>8.905.138</b>

**Fuente:** Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

**Tabla 17, Estados de Posición Financiera, Hoteles Decameron, 2011-2014**

**HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A.**

**ESTADOS DE POSICIÓN FINANCIERA**

*Años terminados al 31 de Diciembre*

*Expresado en dólares de los Estados Unidos de América (sin centavos)*

	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>
<b>ACTIVOS</b>	<b>77.025.583</b>	<b>121.115.220</b>	<b>120.400.422</b>	<b>111.419.810</b>
<b>Activo Corriente</b>	<b>10.339.405</b>	<b>48.270.378</b>	<b>48.339.350</b>	<b>21.591.536</b>
<i>crecimiento %</i>		366,9%	0,1%	-55,3%
<i>activo corriente como % de activos</i>	13,4%	39,9%	40,1%	19,4%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	614.231	2.125.202	2.710.038	361.740
Cuentas y Documentos por cobrar	9.725.174	46.145.176	45.629.312	21.229.796
<b>Activo No Corriente</b>	<b>66.686.178</b>	<b>72.844.842</b>	<b>72.061.072</b>	<b>89.828.274</b>
<i>crecimiento %</i>		9,2%	-1,1%	24,7%
<i>activo no corriente como % de activos</i>	86,6%	60,1%	59,9%	80,6%
Propiedad, Planta y Equipo, neto	65.380.816	72.251.822	71.648.801	70.031.208
Otros	1.305.362	593.020	412.271	19.797.066
<b>PASIVOS</b>	<b>43.083.599</b>	<b>92.177.860</b>	<b>91.028.355</b>	<b>85.089.472</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>12.759.311</b>	<b>17.769.530</b>	<b>58.103.792</b>	<b>19.102.150</b>
<i>crecimiento %</i>		39,3%	227,0%	-67,1%
<i>pasivo corriente como % de pasivos + patrim.</i>	16,6%	14,7%	48,3%	17,1%
Cuentas y Documentos por pagar	10.385.873	10.672.678	9.128.979	9.711.362
Otros	2.373.438	7.096.852	48.974.813	9.390.788
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>30.324.288</b>	<b>74.408.330</b>	<b>32.924.563</b>	<b>65.987.322</b>
<i>crecimiento %</i>		145,4%	-55,8%	100,4%
<i>pasivo no corriente como % de pasivos + patrim.</i>	39,4%	61,4%	27,3%	59,2%
<b>PATRIMONIO</b>	<b>33.941.984</b>	<b>28.937.360</b>	<b>29.372.067</b>	<b>26.330.338</b>
<i>crecimiento %</i>		-14,7%	1,5%	-10,4%
<i>patrimonio como % de pasivos + patrimonio</i>	44,1%	23,9%	24,4%	23,6%
Capital Social	50.000	6.050.000	6.050.000	6.050.000
Reservas y Resultados Acumulados	34.218.993	24.246.224	22.887.360	23.322.067
Resultado del Ejercicio	- 327.009	- 1.358.864	434.707	- 3.041.729
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>77.025.583</b>	<b>121.115.220</b>	<b>120.400.422</b>	<b>111.419.810</b>

**Fuente:** Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

**Tabla 18, Estados de Posición Financiera, Hotel Colón, 2011-2014**

**HOTEL COLON INTERNACIONAL C.A.  
ESTADOS DE POSICIÓN FINANCIERA**

*Años terminados al 31 de Diciembre*

*Expresado en dólares de los Estados Unidos de América (sin centavos)*

	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>
<b>ACTIVOS</b>	<b>43.962.369</b>	<b>43.790.438</b>	<b>43.383.860</b>	<b>43.346.547</b>
<b>Activo Corriente</b>	<b>2.974.237</b>	<b>4.316.971</b>	<b>4.230.113</b>	<b>4.360.816</b>
<i>crecimiento %</i>		45,1%	-2,0%	3,1%
<i>activo corriente como % de activos</i>	6,8%	9,9%	9,8%	10,1%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	343.269	1.120.798	1.176.784	1.348.868
Cuentas y Documentos por cobrar	2.630.968	3.196.173	3.053.329	3.011.948
<b>Activo No Corriente</b>	<b>40.988.132</b>	<b>39.473.467</b>	<b>39.153.747</b>	<b>38.985.731</b>
<i>crecimiento %</i>		-3,7%	-0,8%	-0,4%
<i>activo no corriente como % de activos</i>	93,2%	90,1%	90,2%	89,9%
Propiedad, Planta y Equipo, neto	13.982.381	13.535.477	13.166.608	12.940.326
Otros	27.005.751	25.937.990	25.987.139	26.045.405
<b>PASIVOS</b>	<b>7.702.990</b>	<b>6.696.926</b>	<b>5.586.638</b>	<b>5.032.114</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>5.317.999</b>	<b>4.007.942</b>	<b>3.666.118</b>	<b>3.125.228</b>
<i>crecimiento %</i>		-24,6%	-8,5%	-14,8%
<i>pasivo corriente como % de pasivos + patrim.</i>	12,1%	9,2%	8,5%	7,2%
Cuentas y Documentos por pagar	1.499.526	1.569.802	1.950.912	1.909.910
Otros	3.818.473	2.438.140	1.715.206	1.215.318
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>2.384.991</b>	<b>2.688.984</b>	<b>1.920.520</b>	<b>1.906.886</b>
<i>crecimiento %</i>		12,7%	-28,6%	-0,7%
<i>pasivo no corriente como % de pasivos + patrim.</i>	5,4%	6,1%	4,4%	4,4%
<b>PATRIMONIO</b>	<b>36.259.379</b>	<b>37.093.512</b>	<b>37.797.222</b>	<b>38.314.433</b>
<i>crecimiento %</i>		2,3%	1,9%	1,4%
<i>patrimonio como % de pasivos + patrimonio</i>	82,5%	84,7%	87,1%	88,4%
Capital Social	24.510.000	24.510.000	24.510.000	24.510.000
Reservas y Resultados Acumulados	10.289.234	10.523.877	11.112.911	11.816.623
Resultado del Ejercicio	1.460.145	2.059.635	2.174.311	1.987.810
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>43.962.369</b>	<b>43.790.438</b>	<b>43.383.860</b>	<b>43.346.547</b>

**Fuente:** Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

#### 4.2.2.1.2. Estado del Resultado Integral

El Estado del Resultado Integral, anteriormente denominado como Estado de Pérdidas y Ganancias, evidencia los efectos de las operaciones de una empresa y su resultado sea ganancia o pérdida que originarían un aumento o disminución en el patrimonio de la empresa; se expresa en este estado financiero las cifras de ingresos, costos y gastos que se generan en un determinado periodo de tiempo.

En este estudio se revisaron los estados del resultado integral de las empresas determinadas en la muestra por los periodos de 2011 a 2014:

**Tabla 19, Estados del Resultado Integral, Casa Gangotena, 2011-2014**

**HOTEL CASA GANGOTENA S.A.**

**ESTADOS DEL RESULTADO INTEGRAL**

*Años terminados al 31 de Diciembre*

*Expresado en dólares de los Estados Unidos de América (sin centavos)*

	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>
<b>INGRESOS</b>	<b>140.371</b>	<b>1.325.358</b>	<b>1.933.718</b>	<b>2.526.502</b>
<i>crecimiento %</i>		<i>844,2%</i>	<i>45,9%</i>	<i>30,7%</i>
Ventas Netas	140.371	1.325.358	1.933.718	2.526.502
<b>COSTOS Y GASTOS</b>	<b>- 593.958</b>	<b>- 2.139.179</b>	<b>- 2.422.427</b>	<b>- 2.787.698</b>
<i>crecimiento %</i>		<i>260,2%</i>	<i>13,2%</i>	<i>15,1%</i>
<i>costos y gastos como % de ventas</i>	<i>423,1%</i>	<i>161,4%</i>	<i>125,3%</i>	<i>110,3%</i>
Costos y Gastos	- 593.958	- 2.139.179	- 2.422.427	- 2.787.698
Otros Ingresos (Gastos)	- 113.763	- 320.363	- 388.989	- 388.722
<b>Resultado Antes de Impuestos</b>	<b>- 567.350</b>	<b>- 1.134.184</b>	<b>- 877.698</b>	<b>- 649.918</b>
Participación Trabajadores	-	-	-	-
Impuesto a la Renta	-	-	-	- 62.573
<b>Utilidad (Pérdida) Neta</b>	<b>- 567.350</b>	<b>- 1.134.184</b>	<b>- 877.698</b>	<b>- 712.491</b>
<i>crecimiento %</i>		<i>99,9%</i>	<i>-22,6%</i>	<i>-18,8%</i>
<i>margen de utilidad (pérdida)</i>	<i>-404,2%</i>	<i>-85,6%</i>	<i>-45,4%</i>	<i>-28,2%</i>

**Fuente:** Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

**Tabla 20, Estados del Resultado Integral, Plushotel (Holiday Inn), 2011-2014**

**PLUSHOTEL S.A**

**ESTADOS DEL RESULTADO INTEGRAL**

*Años terminados al 31 de Diciembre*

*Expresado en dólares de los Estados Unidos de América (sin centavos)*

	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>
<b>INGRESOS</b>	<b>3.252.227</b>	<b>3.687.803</b>	<b>4.288.792</b>	<b>4.401.448,00</b>
<i>crecimiento %</i>		13,4%	16,3%	2,6%
Ventas Netas	3.252.227	3.687.803	4.288.792	4.401.448,00
<b>COSTOS Y GASTOS</b>	<b>- 1.738.754</b>	<b>- 1.932.872</b>	<b>- 2.189.147</b>	<b>- 2.094.456</b>
<i>crecimiento %</i>		11,2%	13,3%	-4,3%
<i>costos y gastos como % de ventas</i>	53,5%	52,4%	51,0%	47,6%
Costos y Gastos	- 1.738.754	- 1.932.872	- 2.189.147	- 2.094.456
Otros Ingresos (Gastos)	- 649.458	- 588.545	- 505.175	- 416.568
<b>Resultado Antes de Impuestos</b>	<b>864.015</b>	<b>1.166.386</b>	<b>1.594.470</b>	<b>1.890.424</b>
Participación Trabajadores	- 129.601	- 174.957	- 253.306	- 283.563
Impuesto a la Renta	- 198.807	- 289.400	- 475.106	- 361.080
<b>Utilidad (Pérdida) Neta</b>	<b>535.607</b>	<b>702.029</b>	<b>866.058</b>	<b>1.245.781</b>
<i>crecimiento %</i>		31,1%	23,4%	43,8%
<i>margen de utilidad (pérdida)</i>	16,5%	19,0%	20,2%	28,3%

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

**Tabla 21, Estados del Resultado Integral, Hoteles Decameron, 2011-2014**

**HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A**

**ESTADOS DEL RESULTADO INTEGRAL**

*Años terminados al 31 de Diciembre*

*Expresado en dólares de los Estados Unidos de América (sin centavos)*

	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>
<b>INGRESOS</b>	<b>17.020.674</b>	<b>24.043.558</b>	<b>29.659.605</b>	<b>31.949.605</b>
<i>crecimiento %</i>		41,3%	23,4%	7,7%
Ventas Netas	17.020.674	24.043.558	29.659.605	31.949.605
<b>COSTOS Y GASTOS</b>	<b>-16.846.865</b>	<b>- 22.971.484</b>	<b>- 23.738.819</b>	<b>- 28.482.026</b>
<i>crecimiento %</i>		36,4%	3,3%	20,0%
<i>costos y gastos como % de ventas</i>	99,0%	95,5%	80,0%	89,1%
Costos y Gastos	-16.846.865	- 22.971.484	- 23.738.819	- 28.482.026
Otros Ingresos (Gastos)	- 184.938	- 1.981.344	- 4.943.673	- 3.376.459
<b>Resultado Antes de Impuestos</b>	<b>- 11.129</b>	<b>- 909.270</b>	<b>977.113</b>	<b>91.120</b>
Participación Trabajadores	-	-	-	- 13.669
Impuesto a la Renta	- 315.880	- 449.594	- 542.406	- 3.119.180
<b>Utilidad (Pérdida) Neta</b>	<b>- 327.009</b>	<b>- 1.358.864</b>	<b>434.707</b>	<b>- 3.041.729</b>
<i>crecimiento %</i>		315,5%	-132,0%	-799,7%
<i>margen de utilidad (pérdida)</i>	-1,9%	-5,7%	1,5%	-9,5%

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

**Tabla 22, Estados del Resultado Integral, Hotel Colón, 2011-2014****HOTEL COLON INTERNACIONAL C.A.  
ESTADOS DEL RESULTADO INTEGRAL***Años terminados al 31 de Diciembre**Expresado en dólares de los Estados Unidos de América (sin centavos)*

	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>
<b>INGRESOS</b>	<b>14.035.038</b>	<b>15.761.020</b>	<b>16.266.168</b>	<b>16.758.218</b>
<i>crecimiento %</i>		<b>12,3%</b>	<b>3,2%</b>	<b>3,0%</b>
Ventas Netas	14.035.038	15.761.020	16.266.168	16.758.218
<b>COSTOS Y GASTOS</b>	<b>- 11.765.628</b>	<b>- 12.847.212</b>	<b>- 13.350.941</b>	<b>- 14.153.115</b>
<i>crecimiento %</i>		<b>9,2%</b>	<b>3,9%</b>	<b>6,0%</b>
<i>costos y gastos como % de ventas</i>	<b>83,8%</b>	<b>81,5%</b>	<b>82,1%</b>	<b>84,5%</b>
Costos y Gastos	- 11.765.628	- 12.847.212	- 13.350.941	- 14.153.115
Otros Ingresos (Gastos)	- 353.087	- 294.659	- 158.971	- 53.441
<b>Resultado Antes de Impuestos</b>	<b>1.916.323</b>	<b>2.619.149</b>	<b>2.756.256</b>	<b>2.551.662</b>
Participación Trabajadores	- 134.966	- 225.029	- 261.175	- 243.067
Impuesto a la Renta	- 321.212	- 334.485	- 320.770	- 320.785
<b>Utilidad (Pérdida) Neta</b>	<b>1.460.145</b>	<b>2.059.635</b>	<b>2.174.311</b>	<b>1.987.810</b>
<i>crecimiento %</i>		<b>41,1%</b>	<b>5,6%</b>	<b>-8,6%</b>
<i>margen de utilidad (pérdida)</i>	<b>10,4%</b>	<b>13,1%</b>	<b>13,4%</b>	<b>11,9%</b>

**Fuente:** Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros**4.2.2.2. Razones Financieras**

Una razón financiera es la relación entre dos o más datos de los estados financieros, según (Ortiz Anaya, 2011) las razones financieras constituyen la forma más común de análisis financiero. El análisis por razones o indicadores permite determinar los puntos fuertes y débiles de un negocio e indica probabilidades y tendencias.

Para este estudio se prepararon las razones financieras en la información obtenida de las empresas de la muestra por los periodos comparativos de 2011 a 2014.

**4.2.2.2.1. Indicadores de Liquidez**

Son indicadores que miden la capacidad que tiene la empresa para cumplir con sus obligaciones a corto plazo.

**Razón corriente o índice de liquidez**

Mediante este indicador se pretende verificar si la empresa se encuentra en condiciones para afrontar sus obligaciones corrientes.

$$\text{Razón Corriente} = \frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

**Tabla 23, Razón Corriente, 2011-2014**

	Año 2011	Año 2012	Año 2013	Año 2014	Promedio
<b>Casa Gangotena</b>	1,77	0,76	0,83	0,95	<b>1,08</b>
<b>Holiday Inn</b>	2,02	1,56	0,53	0,40	<b>1,13</b>
<b>Decameron</b>	0,81	2,72	0,83	1,13	<b>1,37</b>
<b>Colón</b>	0,56	1,08	1,15	1,40	<b>1,05</b>

**Fuente:** Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

En promedio, Casa Gangotena cuenta con US\$1,08 para cubrir cada US\$1,00 de sus deudas corrientes.

En promedio, Holiday Inn cuenta con US\$1,13 para cubrir cada US\$1,00 de sus deudas corrientes.

En promedio, Decameron cuenta con US\$1,37 para cubrir cada US\$1,00 de sus deudas corrientes.

En promedio, Hotel Colón cuenta con US\$1,05 para cubrir cada US\$1,00 de sus deudas corrientes.

### **Capital de Trabajo**

Está dado por la diferencia entre el activo corriente menos el pasivo corriente. Indica la cantidad de recursos monetarios con que la empresa cuenta para el desarrollo de sus actividades operativas

$$\text{Capital de Trabajo} = \text{Activos corrientes} - \text{Pasivos corrientes}$$

**Tabla 24, Capital de Trabajo, 2011-2014**

	Año 2011	Año 2012	Año 2013	Año 2014	Promedio
<b>Casa Gangotena</b>	565.997	- 410.569	- 238.246	- 98.084	- <b>45.226</b>
<b>Holiday Inn</b>	501.420	328.826	- 977.556	-1.502.490	- <b>412.450</b>
<b>Decameron</b>	-2.419.906	30.500.848	-9.764.442	2.489.386	<b>5.201.472</b>
<b>Colón</b>	-2.343.762	309.029	563.995	1.235.588	- <b>58.788</b>

**Fuente:** Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

En promedio, Casa Gangotena cuenta con Capital de Trabajo negativo de US\$45.226 para sus actividades operativas.

En promedio, Holiday Inn cuenta con Capital de Trabajo negativo de US\$412.450 para sus actividades operativas.

En promedio, Decameron cuenta con Capital de Trabajo de US\$5.201.472 para sus actividades operativas.

En promedio, Hotel Colón cuenta con Capital de Trabajo negativo de US\$58.788 para sus actividades operativas.

#### 4.2.2.2. Indicadores de Actividad

Son indicadores que miden la eficiencia que posee la empresa para utilizar sus activos según la velocidad de recuperación de los valores aplicados a ellos.

#### Rotación de cuentas por cobrar

Es una razón de gestión que indica el número de veces que se han hecho efectivas las cuentas por cobrar en un periodo determinado. Está dada por la relación de las ventas anuales y el promedio de cuentas por cobrar.

$$\text{Rotación de cuentas por cobrar} = \frac{\text{Ventas anuales}}{\text{Promedio de cuentas por cobrar}}$$

**Tabla 25, Rotación de Cuentas por Cobrar, 2011-2014**

	Año 2012	Año 2013	Año 2014	Promedio
<b>Casa Gangotena</b>	0,14	1,17	1,68	<b>1,00</b>
<b>Holiday Inn</b>	5,33	6,49	7,05	<b>6,29</b>
<b>Decameron</b>	0,86	0,65	0,96	<b>0,82</b>
<b>Colón</b>	5,41	5,21	5,53	<b>5,38</b>

**Fuente:** Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

En promedio, Casa Gangotena, ha hecho efectivas las ventas 1 vez al año.

En promedio, Holiday Inn, ha hecho efectivas las ventas 6,29 veces al año.

En promedio, Decameron, ha hecho efectivas las ventas 0,82 veces al año.

En promedio, Hotel Colón, ha hecho efectivas las ventas 5,38 veces al año.

### Rotación de activos totales

Este indicador observa el número de veces que la empresa ha utilizado sus activos para generar sus ventas.

$$\text{Rotación de activos totales} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Activos totales}}$$

**Tabla 26, Rotación de Activos Totales, 2011-2014**

	Año 2011	Año 2012	Año 2013	Año 2014	Promedio
<b>Casa Gangotena</b>	0,01	0,12	0,18	0,22	<b>0,13</b>
<b>Holiday Inn</b>	0,33	0,39	0,47	0,49	<b>0,42</b>
<b>Decameron</b>	0,22	0,20	0,25	0,29	<b>0,24</b>
<b>Colón</b>	0,32	0,36	0,37	0,39	<b>0,36</b>

**Fuente:** Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

En promedio, Casa Gangotena, por cada dólar de activos, se facturan US\$0,13 en ventas.

En promedio, Holiday Inn, por cada dólar de activos, se facturan US\$0,42 en ventas.

En promedio, Decameron, por cada dólar de activos, se facturan US\$0,24 en ventas.

En promedio, Hotel Colón, por cada dólar de activos, se facturan US\$0,36 en ventas.

#### 4.2.2.2.3. Indicadores de Endeudamiento

Estas razones miden la capacidad de respaldo de las deudas, los acreedores pueden conocer mediante estos indicadores a qué grado y de qué forma participan dentro del financiamiento de la empresa. (Ortiz Anaya, 2011) indica que por medio de estas razones se trata de establecer el riesgo que corren los acreedores, el riesgo de los inversionistas y las ventajas y desventajas de un determinado nivel de endeudamiento de la empresa.

#### Nivel de endeudamiento

Por medio de este índice se puede conocer el porcentaje de participación que poseen los acreedores dentro de la empresa.

$$\text{Nivel de endeudamiento} = \frac{\text{Pasivos totales}}{\text{Activos totales}}$$

**Tabla 27, Nivel de Endeudamiento, 2011-2014**

	Año 2011	Año 2012	Año 2013	Año 2014	Promedio
<b>Casa Gangotena</b>	34,52%	43,09%	41,42%	51,98%	<b>42,75%</b>
<b>Holiday Inn</b>	76,62%	68,28%	57,46%	42,55%	<b>61,23%</b>
<b>Decameron</b>	55,93%	76,11%	75,60%	76,37%	<b>71,00%</b>
<b>Colón</b>	17,52%	15,29%	12,88%	11,61%	<b>14,33%</b>

**Fuente:** Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

En promedio, el 42% del total de los activos de Casa Gangotena, está financiado por créditos.

En promedio, el 61% del total de los activos de Holiday Inn, está financiado por créditos.

En promedio, el 71% del total de los activos de Decameron, está financiado por créditos.

En promedio, el 14% del total de los activos de Hotel Colón, está financiado por créditos.

### **Apalancamiento total**

Esta razón muestra la cantidad del patrimonio neto de la empresa que corresponde a fuentes de financiamiento externas.

$$\text{Apalancamiento total} = \frac{\text{Pasivos totales}}{\text{Patrimonio neto}}$$

**Tabla 28, Apalancamiento Total, 2011-2014**

	Año 2011	Año 2012	Año 2013	Año 2014	Promedio
<b>Casa Gangotena</b>	52,71%	75,71%	70,71%	108,26%	<b>76,85%</b>
<b>Holiday Inn</b>	327,70%	215,24%	135,06%	74,07%	<b>188,02%</b>
<b>Decameron</b>	126,93%	318,54%	309,91%	323,16%	<b>269,64%</b>
<b>Colón</b>	21,24%	18,05%	14,78%	13,13%	<b>16,80%</b>

**Fuente:** Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

En promedio, el patrimonio empresarial de Casa Gangotena está comprometido en el 76% por deudas.

En promedio, el patrimonio empresarial de Holiday Inn está comprometido en el 188% por deudas.

En promedio, el patrimonio empresarial de Decameron está comprometido en el 269% por deudas.

En promedio, el patrimonio empresarial de Hotel Colón está comprometido en el 16% por deudas.

#### 4.2.2.2.4. Indicadores de Rentabilidad

Estos indicadores miden el grado de eficiencia de la empresa para generar las utilidades.

##### Margen neto de utilidad

Demuestra el porcentaje de las utilidades que la empresa ha generado luego de haber deducido los costos y gastos, es decir, el resultado luego de impuestos y participación trabajadores

$$\text{Margen neto de utilidad} = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Ventas netas}}$$

**Tabla 29, Margen Neto de Utilidad, 2011-2014**

	Año 2011	Año 2012	Año 2013	Año 2014	Promedio
<b>Casa Gangotena</b>	-404,18%	-85,58%	-45,39%	-28,20%	<b>-140,84%</b>
<b>Holiday Inn</b>	16,47%	19,04%	20,19%	28,30%	<b>21,00%</b>
<b>Decameron</b>	-1,92%	-5,65%	1,47%	-9,52%	<b>-3,91%</b>
<b>Colón</b>	10,40%	13,07%	13,37%	11,86%	<b>12,18%</b>

**Fuente:** Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

En promedio, el resultado de las operaciones de Casa Gangotena es del -140% respecto a las ventas.

En promedio, el resultado de las operaciones de Holiday Inn es del 21% respecto a las ventas.

En promedio, el resultado de las operaciones de Decameron es del -3% respecto a las ventas.

En promedio, el resultado de las operaciones de Hotel Colón es del 12% respecto a las ventas.

### **Rendimiento sobre el patrimonio (ROE)**

Denota el porcentaje de rentabilidad obtenido en relación con la inversión total acumulada.

$$\text{Rendimiento sobre el patrimonio} = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Patrimonio}}$$

**Tabla 30, Rendimiento Sobre el Patrimonio (ROE), 2011-2014**

	<b>Año 2011</b>	<b>Año 2012</b>	<b>Año 2013</b>	<b>Año 2014</b>	<b>Promedio</b>
<b>Casa Gangotena</b>	-7,62%	-17,95%	-14,06%	-12,88%	<b>-13,13%</b>
<b>Holiday Inn</b>	23,59%	23,62%	22,38%	24,35%	<b>23,48%</b>
<b>Decameron</b>	-0,96%	-4,70%	1,48%	-11,55%	<b>-3,93%</b>
<b>Colón</b>	4,03%	5,55%	5,75%	5,19%	<b>5,13%</b>

**Fuente:** Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

En promedio, la relación de la utilidad con el patrimonio de Casa Gangotena es del -13%.

En promedio, la relación de la utilidad con el patrimonio de Holiday Inn es del 23%.

En promedio, la relación de la utilidad con el patrimonio de Decameron es del -3%.

En promedio, la relación de la utilidad con el patrimonio de Hotel Colón es del 5,13%.

### **Rendimiento sobre el activo (ROA)**

Denota el porcentaje de rentabilidad obtenido en relación con los activos.

$$\text{Rendimiento sobre el activo} = \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Activo total}}$$

**Tabla 31, Rendimiento Sobre los Activos (ROA), 2011-2014**

	Año 2011	Año 2012	Año 2013	Año 2014	Promedio
<b>Casa Gangotena</b>	-4,99%	-10,21%	-8,24%	-6,19%	<b>-7,41%</b>
<b>Holiday Inn</b>	5,52%	7,49%	9,52%	13,99%	<b>9,13%</b>
<b>Decameron</b>	-0,42%	-1,12%	0,36%	-2,73%	<b>-0,98%</b>
<b>Colón</b>	3,32%	4,70%	5,01%	4,59%	<b>4,41%</b>

**Fuente:** Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

En promedio, el rendimiento económico sobre la inversión total de Casa Gangotena es del -7%.

En promedio, el rendimiento económico sobre la inversión total de Holiday Inn es del 9,13%.

En promedio, el rendimiento económico sobre la inversión total de Decameron es del -0,98%.

En promedio, el rendimiento económico sobre la inversión total de Hotel Colón es del 4%.

Para concluir, se presenta un resumen y comparación de las razones financieras en promedio de las empresas muestra.

**Tabla 32, Resumen de Indicadores Financieros**

Indicadores	Gangotena	Holiday	Decameron	Colón
Razón Corriente	1,08	1,13	1,37	1,05
Capital de Trabajo	- 45.226	-412.450	5.201.472	-58.788
Rotación Cuentas por Cobrar	1,00	6,29	0,82	5,38
Rotación Activos Totales	0,13	0,42	0,24	0,36
Nivel de Endeudamiento	42,75%	61,23%	71,00%	14,33%
Apalancamiento Total	76,85%	188,02%	269,64%	16,80%
Margen Neto de Utilidad	-140,84%	21,00%	-3,91%	12,18%
ROE	-13,13%	23,48%	-3,93%	5,13%
ROA	-7,41%	9,13%	-0,98%	4,41%

**Fuente:** Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

Para analizar los estados financieros también se utilizaron las siguientes herramientas o métodos:

## Análisis Vertical

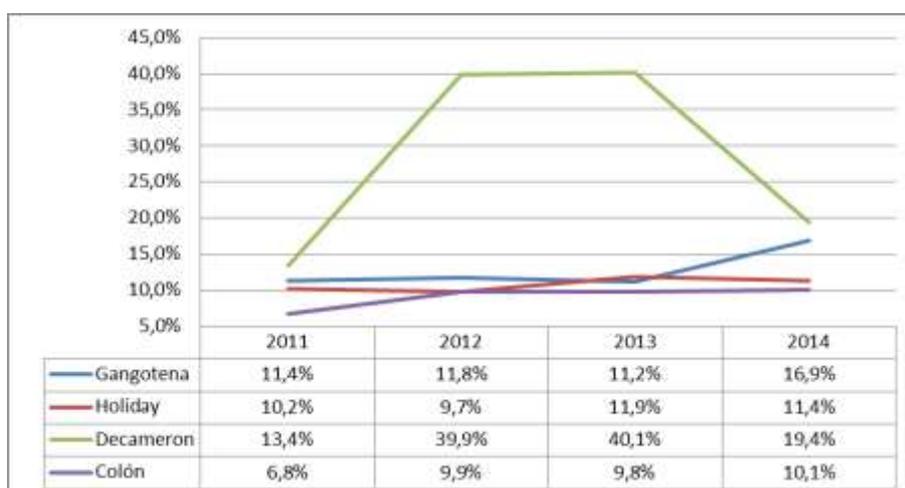
Este método consiste en determinar la participación de cada una de las cuentas de los estados financieros, con referencia al total de los activos, pasivos o patrimonio en el caso del estado de situación financiera y para el caso del estado del resultado integral el valor del total de los ingresos; esto permite las siguientes apreciaciones:

- Muestra relevancia de los componentes de los estados financieros
- Da una visión panorámica de la estructura de los estados financieros para comparar con la situación del sector económico al que pertenece.
- Evalúa los cambios estructurales, tanto por cambios en procesos, impuestos u otros componentes que pueden alterar a los estados financieros.
- Faculta el desarrollar políticas de racionalización de precios, gastos o financiamiento.

## Composición de los Activos

En el año 2014 las cuatro empresas objeto de este estudio tienen sus activos corrientes alrededor del 85% y sus activos no corrientes en el 15% respecto del total de activos (Gráficos 21 y 22).

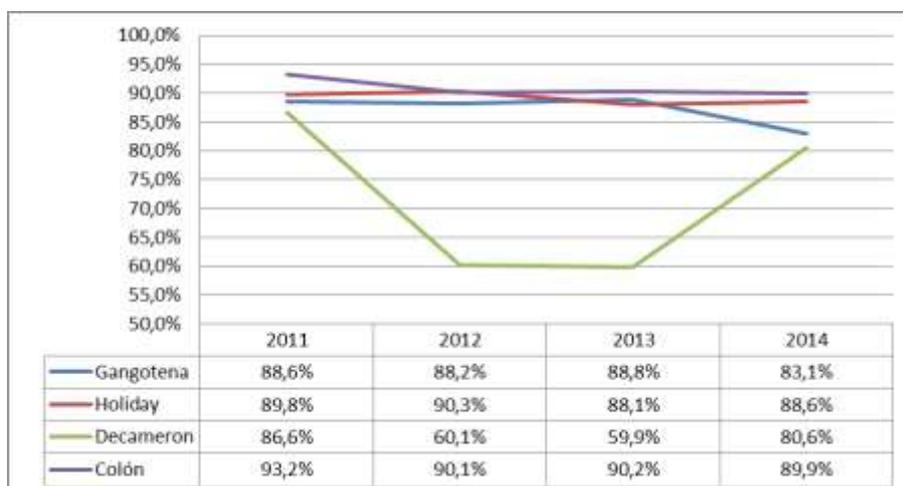
**Gráfico 21, Composición de los Activos Corrientes con Activos Totales (%)**



**Fuente:** Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

**Gráfico 22, Composición de los Activos no Corrientes con Activos Totales (%)**



**Fuente:** Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

### Composición del Pasivo y Patrimonio

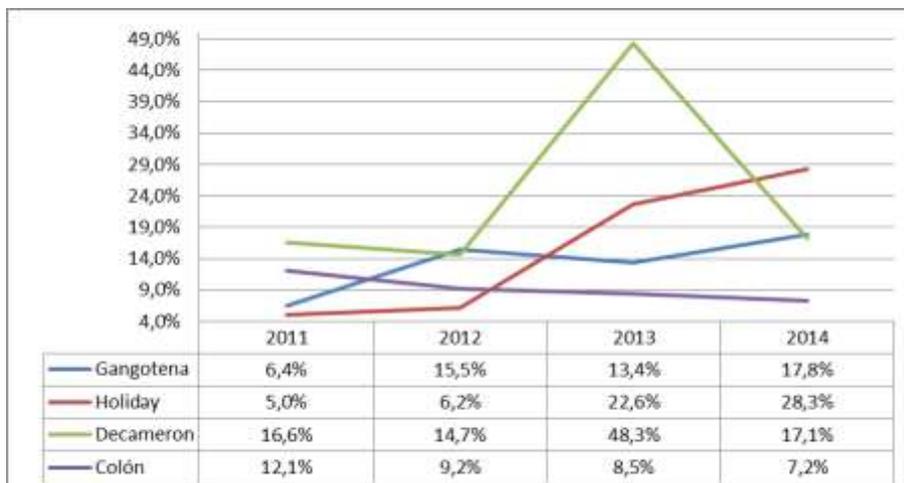
En los Gráficos 23, 24 y 25; se puede observar las diferentes composiciones tanto de los pasivos corrientes, pasivos no corrientes y el patrimonio respectivamente.

Casa Gangotena en el año 2014 concentra la mayor proporción en el patrimonio con el 48%, dejando con el 34% y el 17% en los pasivos no corrientes y corrientes respectivamente. La tendencia en los últimos tres años ha sido a la baja por motivos de los resultados negativos en la etapa preoperacional.

Holiday Inn en el año 2014 concentra la mayor proporción en el patrimonio con el 57%, dejando con el 14% y el 28% en los pasivos no corrientes y corrientes respectivamente. La tendencia en los últimos 3 años ha sido al alza, debido a que se presentan resultados positivos.

Decameron en el año 2014 concentra la mayor proporción en los pasivos no corrientes con el 59%, dejando con el 17% en los pasivos corrientes y el 23% en el patrimonio. La tendencia en los últimos 3 años ha sido a la baja, debido a que se presentan resultados negativos por la etapa preoperacional.

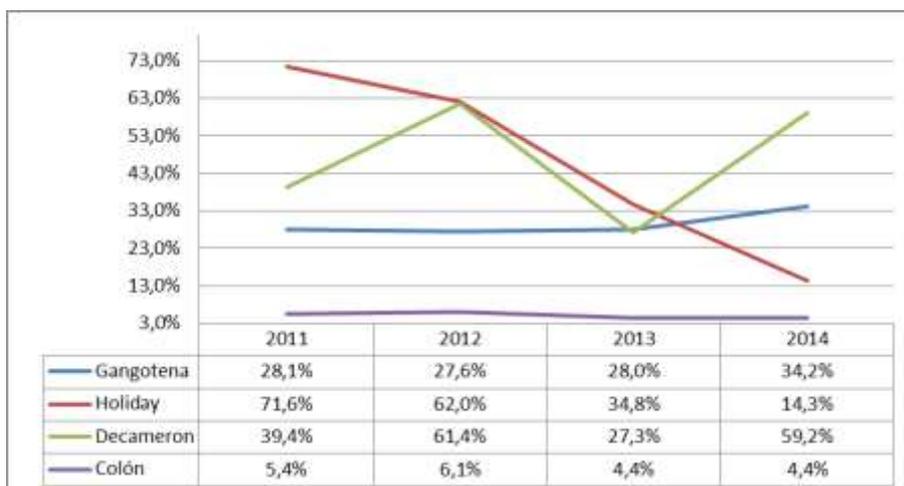
**Gráfico 23, Composición de los Pasivos Corrientes con Pasivos + Patrimonio (%)**



**Fuente:** Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

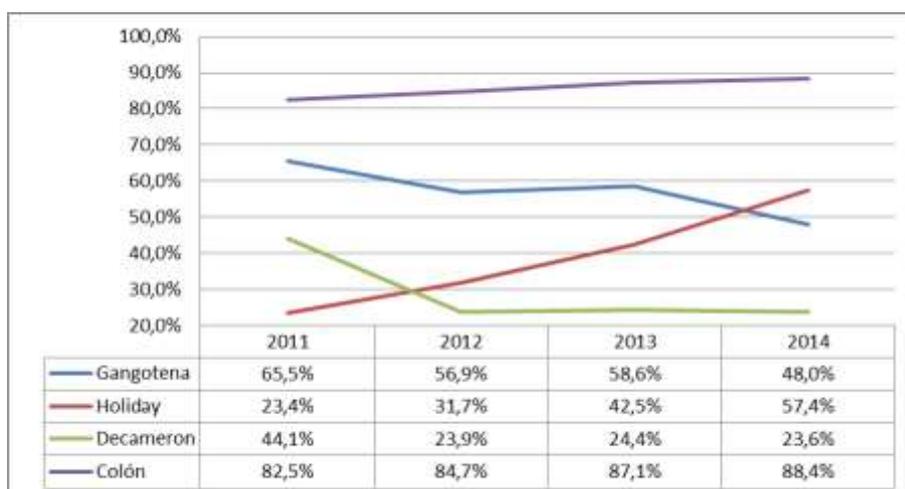
**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

**Gráfico 24, Composición de los Pasivos no Corrientes con Pasivos + Patrimonio (%)**



**Fuente:** Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

**Gráfico 25, Composición del Patrimonio con Pasivos + Patrimonio (%)**

**Fuente:** Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

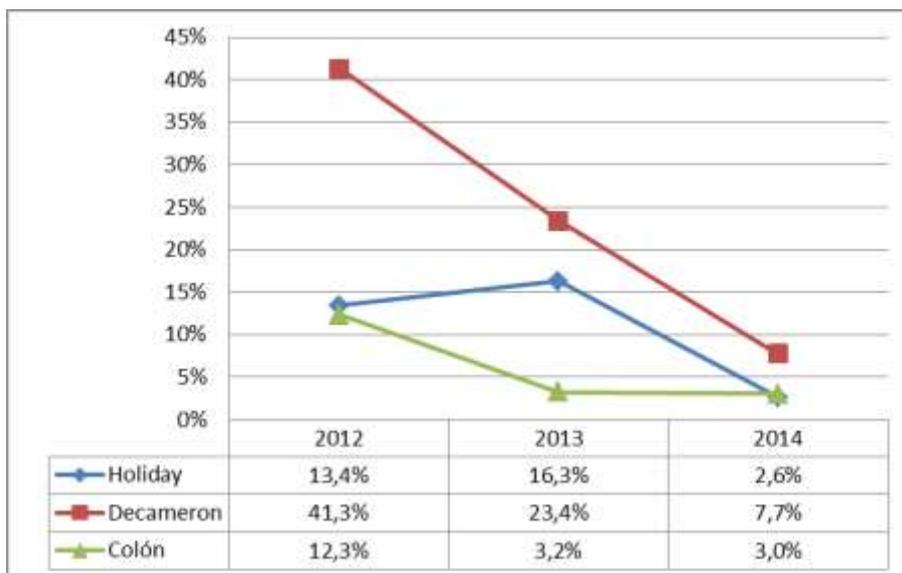
**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

### **Análisis Horizontal**

A diferencia del análisis vertical, este método es considerado como un análisis dinámico que examina los cambios en las cuentas individuales de un periodo a otro, aumento o disminuciones en razones porcentuales, y por lo tanto requiere de dos o más estados financieros.

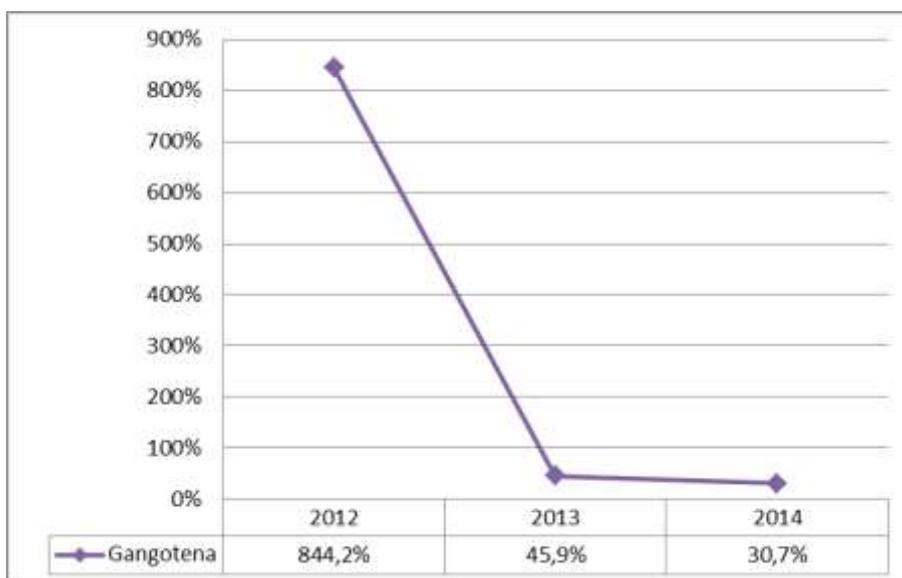
### **Ingresos**

Podemos observar en los Gráficos 26 y 27 que los ingresos presentan un decrecimiento desde el año 2012.

**Gráfico 26, Crecimiento de los Ingresos, 2011-2014**

**Fuente:** Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

**Gráfico 27, Crecimiento de los Ingresos, 2011-2014**

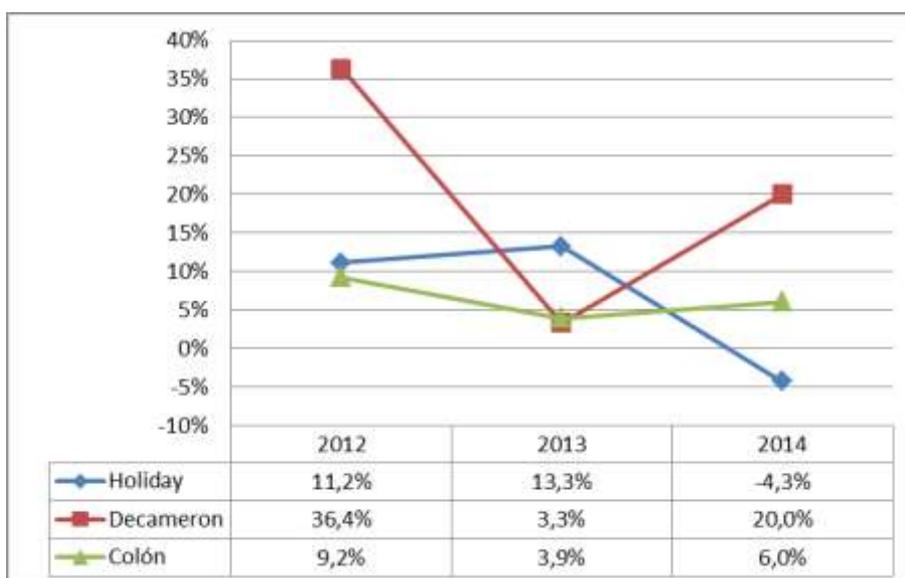
**Fuente:** Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

### Costos y Gastos

Los costos y gastos presentan un decrecimiento a excepción en el Hotel Decameron que para el año 2014 presenta un alza del 20% respecto del año inmediato anterior, según podemos distinguir en los gráficos 28 y 29.

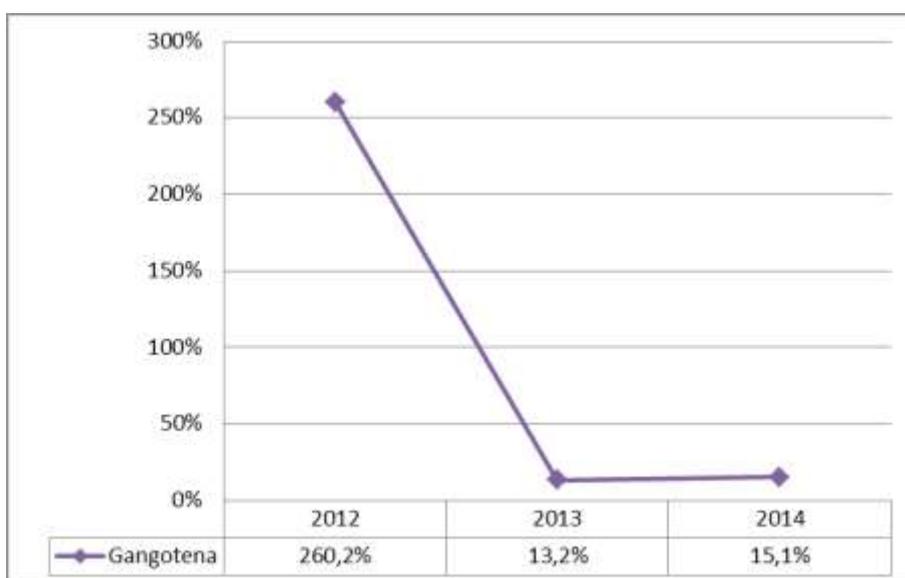
**Gráfico 28, Crecimiento de los Costos y Gastos, 2011-2014**



**Fuente:** Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

**Gráfico 29, Crecimiento de los Costos y Gastos, 2011-2014**



**Fuente:** Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

### 4.3 Aplicación del Método de Valoración del Patrimonio

Para la aplicación del Método de Valoración de Empresas mediante el Patrimonio, se utilizó información de los estados financieros del año 2014.

#### 4.3.1 Valor contable ajustado (Valor Patrimonial)

**Tabla 33, Valor Patrimonial, Casa Gangotena**

**HOTEL CASA GANGOTENA S.A**  
**ESTADO DE POSICIÓN FINANCIERA**

*Años terminados al 31 de Diciembre*

*Expresado en dólares de los Estados Unidos de América (sin centavos)*

**2014**

<b>ACTIVOS</b>	<b>11.516.959</b>
<b>Activo Corriente</b>	<b>1.951.547</b>
<i>activo corriente como % de activos</i>	<i>16,9%</i>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	813.050
Cuentas y Documentos por cobrar	1.138.497

<b>Activo No Corriente</b>	<b>9.565.412</b>
<i>activo no corriente como % de activos</i>	<i>83,1%</i>
Propiedad, Planta y Equipo, neto	9.565.412

<b>PASIVOS</b>	<b>5.986.987</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>2.049.631</b>
<i>pasivo corriente como % de pasivos + patrim.</i>	<i>17,8%</i>
Cuentas y Documentos por pagar	209.907
Otros	1.839.724

<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>3.937.356</b>
<i>pasivo no corriente como % de pasivos + patrim.</i>	<i>34,2%</i>

<b>PATRIMONIO</b>	<b>5.529.972</b>
<i>patrimonio como % de pasivos + patrimonio</i>	<i>48,0%</i>
Capital Social	8.906.909
Reservas y Resultados Acumulados	- 2.664.446
Resultado del Ejercicio	- 712.491

<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>11.516.959</b>
----------------------------	-------------------

**Valor contable ajustado (Patrimonio Neto) = Activo total - Pasivo total**

**Valor contable ajustado (Patrimonio Neto) = 11.516.959 - 5.986.987**  
**Valor contable ajustado (Patrimonio Neto) = 5.529.972**

**Valor estimado de la acción = Valor de la empresa / Número de acciones**

**Valor estimado de la acción = 5.529.972 / 8.906.909**  
**Valor estimado de la acción = 0,62**

**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

**Tabla 34, Valor Patrimonial, Plushotel (Holiday Inn)**

**PLUSHOTEL S.A**

**ESTADO DE POSICIÓN FINANCIERA**

*Años terminados al 31 de Diciembre*

*Expresado en dólares de los Estados Unidos de América (sin centavos)*

**2014**

<b>ACTIVOS</b>	<b>8.905.138</b>
<b>Activo Corriente</b>	<b>1.014.515</b>
<i>activo corriente como % de activos</i>	<i>11,4%</i>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	407.820
Cuentas y Documentos por cobrar	606.695

<b>Activo No Corriente</b>	<b>7.890.623</b>
<i>activo no corriente como % de activos</i>	<i>88,6%</i>
Propiedad, Planta y Equipo, neto	7.890.623

<b>PASIVOS</b>	<b>3.789.368</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>2.517.005</b>
<i>pasivo corriente como % de pasivos + patrim.</i>	<i>28,3%</i>
Cuentas y Documentos por pagar	53.547
Otros	2.463.458

<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>1.272.363</b>
<i>pasivo no corriente como % de pasivos + patrim.</i>	<i>14,3%</i>

<b>PATRIMONIO</b>	<b>5.115.770</b>
<i>patrimonio como % de pasivos + patrimonio</i>	<i>57,4%</i>
Capital Social	500.000
Reservas y Resultados Acumulados	3.369.989
Resultado del Ejercicio	1.245.781

<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>8.905.138</b>
----------------------------	------------------

**Valor contable ajustado (Patrimonio Neto) = Activo total - Pasivo total**

**Valor contable ajustado (Patrimonio Neto) = 8.905.138 - 3.789.368**

**Valor contable ajustado (Patrimonio Neto) = 5.115.770**

**Valor estimado de la acción = Valor de la empresa / Número de acciones**

**Valor estimado de la acción = 5.115.770 / 500.000**

**Valor estimado de la acción = 10,23**

Elaborado: Marco Yépez Olmedo

**Tabla 35, Valor Patrimonial, Hoteles Decameron**

**HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A.**  
**ESTADOS DE POSICIÓN FINANCIERA**

*Años terminados al 31 de Diciembre*

*Expresado en dólares de los Estados Unidos de América (sin centavos)*

**2014**

<b>ACTIVOS</b>	<b>111.419.810</b>
<b>Activo Corriente</b>	<b>21.591.536</b>
<i>activo corriente como % de activos</i>	<i>19,4%</i>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	361.740
Cuentas y Documentos por cobrar	21.229.796

<b>Activo No Corriente</b>	<b>89.828.274</b>
<i>activo no corriente como % de activos</i>	<i>80,6%</i>
Propiedad, Planta y Equipo, neto	70.031.208
Otros	19.797.066

<b>PASIVOS</b>	<b>85.089.472</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>19.102.150</b>
<i>pasivo corriente como % de pasivos + patrim.</i>	<i>17,1%</i>
Cuentas y Documentos por pagar	9.711.362
Otros	9.390.788

<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>65.987.322</b>
<i>pasivo no corriente como % de pasivos + patrim.</i>	<i>59,2%</i>

<b>PATRIMONIO</b>	<b>26.330.338</b>
<i>patrimonio como % de pasivos + patrimonio</i>	<i>23,6%</i>
Capital Social	6.050.000
Reservas y Resultados Acumulados	23.322.067
Resultado del Ejercicio	- 3.041.729

<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>111.419.810</b>
----------------------------	--------------------

**Valor contable ajustado (Patrimonio Neto) = Activo total - Pasivo total**

**Valor contable ajustado (Patrimonio Neto) = 111.419.810 - 85.089.472**

**Valor contable ajustado (Patrimonio Neto) = 26.330.338**

**Valor estimado de la acción = Valor de la empresa / Número de acciones**

**Valor estimado de la acción = 26.330.338 / 6.050.000**

**Valor estimado de la acción = 4,35**

**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

**Tabla 36, Valor Patrimonial, Hotel Colón**

**HOTEL COLON INTERNACIONAL C.A.**

**ESTADOS DE POSICIÓN FINANCIERA**

*Años terminados al 31 de Diciembre*

*Expresado en dólares de los Estados Unidos de América (sin centavos)*

**2014**

<b>ACTIVOS</b>	<b>43.346.547</b>
<b>Activo Corriente</b>	<b>4.360.816</b>
<i>activo corriente como % de activos</i>	<i>10,1%</i>
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	1.348.868
Cuentas y Documentos por cobrar	3.011.948

<b>Activo No Corriente</b>	<b>38.985.731</b>
<i>activo no corriente como % de activos</i>	<i>89,9%</i>
Propiedad, Planta y Equipo, neto	12.940.326
Otros	26.045.405

<b>PASIVOS</b>	<b>5.032.114</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>3.125.228</b>
<i>pasivo corriente como % de pasivos + patrim.</i>	<i>7,2%</i>
Cuentas y Documentos por pagar	1.909.910
Otros	1.215.318

<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>1.906.886</b>
<i>pasivo no corriente como % de pasivos + patrim.</i>	<i>4,4%</i>

<b>PATRIMONIO</b>	<b>38.314.433</b>
<i>patrimonio como % de pasivos + patrimonio</i>	<i>88,4%</i>
Capital Social	24.510.000
Reservas y Resultados Acumulados	11.816.623
Resultado del Ejercicio	1.987.810

<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>43.346.547</b>
----------------------------	-------------------

*Valor contable ajustado (Patrimonio Neto) = Activo total - Pasivo total*

*Valor contable ajustado (Patrimonio Neto) = 43.346.547 - 5.032.114*

*Valor contable ajustado (Patrimonio Neto) = 38.314.433*

*Valor estimado de la acción = Valor de la empresa / Número de acciones*

*Valor estimado de la acción = 38.314.433 / 24.510.000*

*Valor estimado de la acción = 1,56*

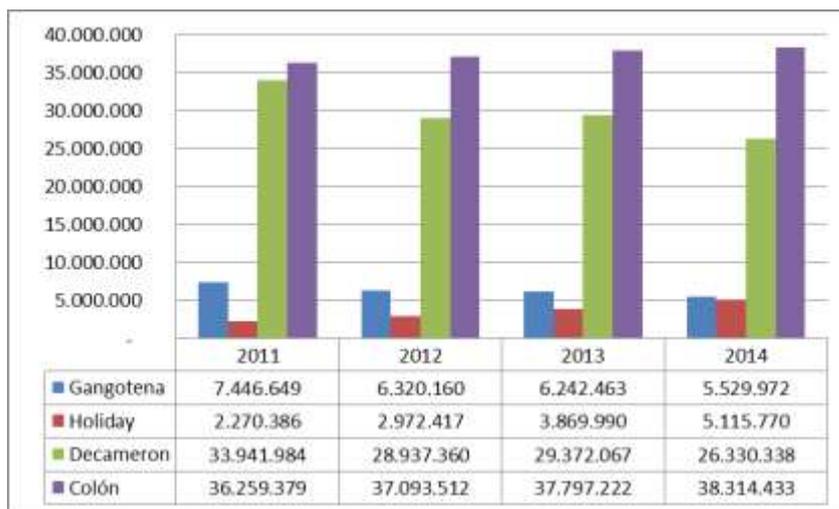
Elaborado: Marco Yépez Olmedo

### 4.3.2 Resultados

#### Valor Patrimonial

En el Gráfico 30 podemos identificar el valor del patrimonio de las empresas en los años 2011 a 2014 y su evolución.

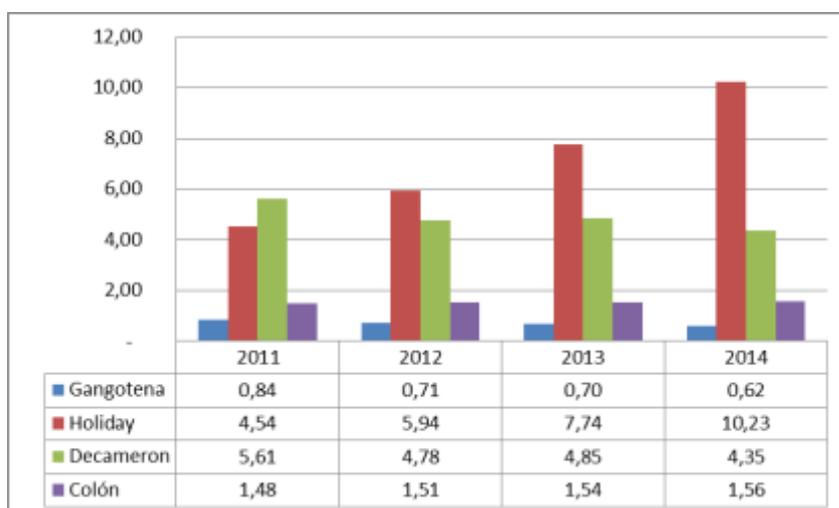
**Gráfico 30, Resumen del Valor Patrimonial**



**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

Así mismo el valor de cada acción respecto al valor patrimonial de cada empresa se representa en el Gráfico 31; podemos analizar que la evolución del mismo va ligada con los resultados obtenidos.

**Gráfico 31, Valor Patrimonial de la Acción**



**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

## **4.4 Aplicación del Método de Flujos de Efectivo Descontado**

### **4.4.1 Metodología**

La metodología aplicada consistió en estimar los flujos de efectivo descontado de las empresas para un período de seis años (2015 a 2020); los flujos de efectivo obtenidos fueron descontados a valor presente utilizando una tasa de descuento (ver 4.4.4). Se aplicaron procedimientos que indico a continuación, tomando como base la información correspondiente a los años 2011 a 2014 de los estados financieros presentados en la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros; para los años subsiguientes se consideró el valor residual de los flujos de efectivo proyectados, descontados igualmente a valor presente con la misma tasa de descuento mencionada anteriormente.

Finalmente el valor económico de las empresas se obtuvo sumando al valor anteriormente obtenido, el valor presente del paquete accionario de las empresas. A continuación se describen las principales etapas involucradas en la aplicación de esta metodología.

### **4.4.2 Determinación y obtención de proyecciones financieras.**

Para realizar las proyecciones financieras se utilizó el método de porcentaje de ventas, denominada metodología causal; que trata de encontrar las relaciones de causa y efecto entre diferentes variables, de manera que conociendo o prediciendo alguna o alguna de ellas, se pueda encontrar el valor de otra (Koller & Murrin, 1995).

### **Ingresos**

Los ingresos se proyectaron mediante el cálculo de tendencias, para los casos de Hotel Colón y Plushotel (Holiday Inn) considerando la información histórica y promediando la tasa de crecimiento de los años 2011 a 2014; para el caso de los Hoteles Decameron y Casa Gangotena se utilizaron proyecciones realizadas por esas empresas.

**Tabla 37, Proyección de Ingresos, 2015-2020**

	Año 2014	Año 2015 p	Año 2016 p	Año 2017 p	Año 2018 p	Año 2019 p	Año 2020 p
<b>Casa Gangotena</b>	30,66%	21,52%	13,35%	18,73%	16,12%	10,99%	9,03%
<b>Holiday Inn</b>	2,63%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
<b>Decameron</b>	7,72%	6,75%	3,28%	3,01%	3,02%	3,02%	3,00%
<b>Colón</b>	3,02%	6,18%	5,26%	4,82%	5,42%	5,17%	5,13%

Elaborado: Marco Yépez Olmedo

### Costos y Gastos

Los costos y gastos fueron proyectados en base a la naturaleza de los mismos mediante el método de porcentaje de ventas y considerando una tasa de crecimiento para el caso del Hotel Colón y Plushotel (Holiday Inn); para el caso de Hoteles Decameron y Casa Gangotena se tomaron proyecciones realizadas por esas empresas.

**Tabla 38, Proyección de Costos y Gastos, 2015-2020**

	Año 2014	Año 2015 p	Año 2016 p	Año 2017 p	Año 2018 p	Año 2019 p	Año 2020 p
<b>Casa Gangotena</b>	15,08%	3,30%	4,96%	5,36%	4,87%	5,04%	4,66%
<b>Holiday Inn</b>	-4,33%	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%
<b>Decameron</b>	19,98%	-23,82%	2,68%	2,61%	2,33%	2,66%	2,66%
<b>Colón</b>	6,01%	2,84%	4,43%	3,64%	4,03%	3,83%	3,93%

Elaborado: Marco Yépez Olmedo

### Activos y Pasivos

Para realizar la proyección de los activos y pasivos del estado de posición financiera se analizaron las partidas en relación con el volumen de ventas y costos y gastos, considerando la proporción de cada de las partidas de los activos y pasivos con relación a las ventas y costos y gastos del año 2014 utilizando la metodología causal (Koller & Murrin, 1995).

**Tabla 39, Proyección de Activos Totales, 2015-2020**

	Año 2014	Año 2015 p	Año 2016 p	Año 2017 p	Año 2018 p	Año 2019 p	Año 2020 p
<b>Casa Gangotena</b>	8,08%	2,23%	1,33%	2,90%	2,93%	2,02%	1,72%
<b>Holiday Inn</b>	-2,11%	-0,80%	-0,75%	-0,71%	-0,66%	-0,61%	-0,56%
<b>Decameron</b>	-7,46%	1,09%	-0,08%	-0,12%	-0,05%	0,02%	0,08%
<b>Colón</b>	-0,09%	-0,12%	0,16%	0,14%	0,24%	0,24%	0,27%

Elaborado: Marco Yépez Olmedo

**Tabla 40, Proyección de Pasivos Totales, 2015-2020**

	Año 2014	Año 2015 p	Año 2016 p	Año 2017 p	Año 2018 p	Año 2019 p	Año 2020 p
<b>Casa Gangotena</b>	35,64%	3,30%	4,96%	5,36%	4,87%	5,04%	4,66%
<b>Holiday Inn</b>	-27,50%	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%	6,70%
<b>Decameron</b>	-6,52%	-23,82%	2,68%	2,61%	2,33%	2,66%	2,66%
<b>Colón</b>	-9,93%	72,37%	5,26%	4,82%	5,42%	5,17%	5,13%

**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

En el grupo de las cuentas patrimoniales, se realizó la proyección bajo el supuesto de acumulación de utilidades.

La información proyectada tiene la característica de presentar probables escenarios del futuro, en consecuencia, estos escenarios son sólo posibles situaciones que la empresa puede enfrentar. A pesar de la incertidumbre de que realmente los escenarios ocurran, no cabe duda que las acciones de la empresa incrementan la probabilidad de acercarse más a uno que a otros.

Se debe tener en cuenta que no existe ningún método de proyección infalible, lo que se busca es estimar un valor posible, pero siempre sujeto a errores, dentro del proceso de toma de decisiones el involucramiento humano siempre estará presente; las decisiones del mercado están compuestas por muchas decisiones individuales, imposibles de predecir con exactitud.

#### 4.4.3 Estados Financieros Projectados.

**Tabla 41, Estados de Posición Financiera Projectados, Casa Gangotena, 2015-2020**

HOTEL CASA GANGOTENA S.A.  
ESTADOS DE POSICIÓN FINANCIERA

Años terminados al 31 de Diciembre

Expresado en dólares de los Estados Unidos de América (sin centavos)

	2011	2012	2013	2014	2015 p	2016 p	2017 p	2018 p	2019 p	2020 p
<b>ACTIVOS</b>	<b>11.372.108</b>	<b>11.105.155</b>	<b>10.656.353</b>	<b>11.516.959</b>	<b>11.774.331</b>	<b>11.931.124</b>	<b>12.277.561</b>	<b>12.637.478</b>	<b>12.892.971</b>	<b>13.115.025</b>
<b>Activo Corriente</b>	<b>1.296.770</b>	<b>1.306.753</b>	<b>1.190.961</b>	<b>1.951.547</b>	<b>2.371.531</b>	<b>2.688.171</b>	<b>3.191.739</b>	<b>3.706.115</b>	<b>4.113.441</b>	<b>4.484.746</b>
<i>crecimiento %</i>		0,8%	-8,9%	63,9%	21,5%	13,4%	18,7%	16,1%	11,0%	9,0%
<i>activo corriente como % de activos</i>	11,4%	11,8%	11,2%	16,9%	20,1%	22,5%	26,0%	29,3%	31,9%	34,2%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	405.474	205.954	28.168	813.050	539.853	611.933	726.565	843.657	936.381	1.020.904
Cuentas y Documentos por cobrar	891.296	1.100.799	1.162.793	1.138.497	1.831.677	2.076.238	2.465.174	2.862.458	3.177.060	3.463.842
<b>Activo No Corriente</b>	<b>10.075.338</b>	<b>9.798.402</b>	<b>9.465.392</b>	<b>9.565.412</b>	<b>9.402.800</b>	<b>9.242.952</b>	<b>9.085.822</b>	<b>8.931.363</b>	<b>8.779.530</b>	<b>8.630.278</b>
<i>crecimiento %</i>		-2,7%	-3,4%	1,1%	-1,7%	-1,7%	-1,7%	-1,7%	-1,7%	-1,7%
<i>activo no corriente como % de activos</i>	88,6%	88,2%	88,8%	83,1%	79,9%	77,5%	74,0%	70,7%	68,1%	65,8%
Propiedad, Planta y Equipo, neto	10.075.338	9.798.402	9.465.392	9.565.412	9.402.800	9.242.952	9.085.822	8.931.363	8.779.530	8.630.278
<b>PASIVOS</b>	<b>3.925.459</b>	<b>4.784.995</b>	<b>4.413.890</b>	<b>5.986.987</b>	<b>6.184.280</b>	<b>6.490.773</b>	<b>6.838.679</b>	<b>7.171.532</b>	<b>7.533.144</b>	<b>7.884.301</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>730.773</b>	<b>1.717.322</b>	<b>1.429.207</b>	<b>2.049.631</b>	<b>2.117.174</b>	<b>2.222.101</b>	<b>2.341.206</b>	<b>2.455.157</b>	<b>2.578.954</b>	<b>2.699.172</b>
<i>crecimiento %</i>		135,0%	-16,8%	43,4%	3,3%	5,0%	5,4%	4,9%	5,0%	4,7%
<i>pasivo corriente como % de pasivos + patrim.</i>	6,4%	15,5%	13,4%	17,8%	18,0%	18,6%	19,1%	19,4%	20,0%	20,6%
Cuentas y Documentos por pagar	284.191	1.050.837	275.470	209.907	216.824	227.570	239.768	251.438	264.116	276.428
Otros	446.582	666.485	1.153.737	1.839.724	1.900.350	1.994.531	2.101.438	2.203.719	2.314.838	2.422.744
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>3.194.686</b>	<b>3.067.673</b>	<b>2.984.683</b>	<b>3.937.356</b>	<b>4.067.106</b>	<b>4.268.672</b>	<b>4.497.473</b>	<b>4.716.375</b>	<b>4.954.189</b>	<b>5.185.129</b>
<i>crecimiento %</i>		-4,0%	-2,7%	31,9%	3,3%	5,0%	5,4%	4,9%	5,0%	4,7%
<i>pasivo no corriente como % de pasivos + patrim.</i>	28,1%	27,6%	28,0%	34,2%	34,5%	35,8%	36,6%	37,4%	38,5%	39,6%
<b>PATRIMONIO</b>	<b>7.446.649</b>	<b>6.320.160</b>	<b>6.242.463</b>	<b>5.529.972</b>	<b>5.590.050</b>	<b>5.442.626</b>	<b>5.438.882</b>	<b>5.451.704</b>	<b>5.331.341</b>	<b>5.202.238</b>
<i>crecimiento %</i>		-15,1%	-1,2%	-11,4%	1,1%	-2,6%	-0,1%	0,2%	-2,2%	-2,4%
<i>patrimonio como % de pasivos + patrim.</i>	65,5%	56,9%	58,6%	48,0%	47,5%	45,6%	44,3%	43,2%	41,4%	39,8%
Capital Social	8.106.909	8.106.909	8.906.909	8.906.909	8.906.909	8.906.909	8.906.909	8.906.909	8.906.909	8.906.909
Reservas y Resultados Acumulados	- 92.910	- 652.565	- 1.786.748	- 2.664.446	- 2.943.413	- 3.370.995	- 3.772.666	- 4.110.136	- 4.488.197	- 4.866.492
Resultado del Ejercicio	- 567.350	- 1.134.184	- 877.698	- 712.491	- 373.446	- 93.288	304.640	654.931	912.629	1.161.821
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>11.372.108</b>	<b>11.105.155</b>	<b>10.656.353</b>	<b>11.516.959</b>	<b>11.774.331</b>	<b>11.933.399</b>	<b>12.277.561</b>	<b>12.623.235</b>	<b>12.864.485</b>	<b>13.086.538</b>

Elaborado: Marco Yépez Olmedo

**Tabla 42, Estados del Resultado Integral Proyectados, Casa Gangotena, 2015-2020**

**HOTEL CASA GANGOTENA S.A**

**ESTADOS DEL RESULTADO INTEGRAL**

*Años terminados al 31 de Diciembre*

*Expresado en dólares de los Estados Unidos de América (sin centavos)*

	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015 p</u>	<u>2016 p</u>	<u>2017 p</u>	<u>2018 p</u>	<u>2019 p</u>	<u>2020 p</u>
<b>INGRESOS</b>	<b>140.371</b>	<b>1.325.358</b>	<b>1.933.718</b>	<b>2.526.502</b>	<b>3.070.219</b>	<b>3.480.147</b>	<b>4.132.073</b>	<b>4.797.992</b>	<b>5.325.322</b>	<b>5.806.020</b>
<i>crecimiento %</i>		<i>844,2%</i>	<i>45,9%</i>	<i>30,7%</i>	<i>21,5%</i>	<i>13,4%</i>	<i>18,7%</i>	<i>16,1%</i>	<i>11,0%</i>	<i>9,0%</i>
Ventas Netas	140.371	1.325.358	1.933.718	2.526.502	3.070.219	3.480.147	4.132.073	4.797.992	5.325.322	5.806.020
<b>COSTOS Y GASTOS</b>	<b>- 593.958</b>	<b>- 2.139.179</b>	<b>- 2.422.427</b>	<b>- 2.787.698</b>	<b>- 2.879.563</b>	<b>- 3.022.274</b>	<b>- 3.184.268</b>	<b>- 3.339.253</b>	<b>- 3.507.629</b>	<b>- 3.671.137</b>
<i>crecimiento %</i>		<i>260,2%</i>	<i>13,2%</i>	<i>15,1%</i>	<i>3,3%</i>	<i>5,0%</i>	<i>5,4%</i>	<i>4,9%</i>	<i>5,0%</i>	<i>4,7%</i>
<i>costos y gastos como % de ventas</i>	<i>423,1%</i>	<i>161,4%</i>	<i>125,3%</i>	<i>110,3%</i>	<i>93,8%</i>	<i>86,8%</i>	<i>77,1%</i>	<i>69,6%</i>	<i>65,9%</i>	<i>63,2%</i>
Costos y Gastos	- 593.958	- 2.139.179	- 2.422.427	- 2.787.698	- 2.879.563	- 3.022.274	- 3.184.268	- 3.339.253	- 3.507.629	- 3.671.137
Otros Ingresos (Gastos)	- 113.763	- 320.363	- 388.989	- 388.722	- 510.102	- 497.161	- 464.250	- 419.166	- 369.076	- 290.723
<b>Resultado Antes de Impuestos</b>	<b>- 567.350</b>	<b>- 1.134.184</b>	<b>- 877.698</b>	<b>- 649.918</b>	<b>- 319.446</b>	<b>- 39.288</b>	<b>483.555</b>	<b>1.039.573</b>	<b>1.448.617</b>	<b>1.844.160</b>
Participación Trabajadores	-	-	-	-	-	-	- 72.533	- 155.936	- 217.293	- 276.624
Impuesto a la Renta	-	-	-	- 62.573	- 54.000	- 54.000	- 106.382	- 228.706	- 318.696	- 405.715
<b>Utilidad (Pérdida) Neta</b>	<b>- 567.350</b>	<b>- 1.134.184</b>	<b>- 877.698</b>	<b>- 712.491</b>	<b>- 373.446</b>	<b>- 93.288</b>	<b>304.640</b>	<b>654.931</b>	<b>912.629</b>	<b>1.161.821</b>
<i>crecimiento %</i>		<i>99,9%</i>	<i>-22,6%</i>	<i>-18,8%</i>	<i>-47,6%</i>	<i>-75,0%</i>	<i>-426,6%</i>	<i>115,0%</i>	<i>39,3%</i>	<i>27,3%</i>
<i>margen de utilidad (pérdida)</i>	<i>-404,2%</i>	<i>-85,6%</i>	<i>-45,4%</i>	<i>-28,2%</i>	<i>-12,2%</i>	<i>-2,7%</i>	<i>7,4%</i>	<i>13,7%</i>	<i>17,1%</i>	<i>20,0%</i>

**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

**Tabla 43, Estados de Posición Financiera Proyectados, Plushotel (Holiday Inn), 2015-2020**

PLUSHOTEL S.A

ESTADOS DE POSICIÓN FINANCIERA

Años terminados al 31 de Diciembre

Expresado en dólares de los Estados Unidos de América (sin centavos)

	2011	2012	2013	2014	2015 p	2016 p	2017 p	2018 p	2019 p	2020 p
<b>ACTIVOS</b>	<b>9.710.461</b>	<b>9.370.190</b>	<b>9.096.780</b>	<b>8.905.138</b>	<b>8.834.177</b>	<b>8.767.628</b>	<b>8.705.591</b>	<b>8.648.169</b>	<b>8.595.474</b>	<b>8.547.625</b>
<b>Activo Corriente</b>	<b>991.395</b>	<b>913.551</b>	<b>1.082.564</b>	<b>1.014.515</b>	<b>1.065.241</b>	<b>1.118.503</b>	<b>1.174.428</b>	<b>1.233.149</b>	<b>1.294.807</b>	<b>1.359.547</b>
<i>crecimiento %</i>		-7,9%	18,5%	-6,3%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
<i>activo corriente como % de activos</i>	10,2%	9,7%	11,9%	11,4%	12,1%	12,8%	13,5%	14,3%	15,1%	15,9%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	286.242	233.970	440.460	407.820	428.211	449.622	472.103	495.708	520.493	546.518
Cuentas y Documentos por cobrar	705.153	679.581	642.104	606.695	637.030	668.881	702.325	737.442	774.314	813.029
<b>Activo No Corriente</b>	<b>8.719.066</b>	<b>8.456.639</b>	<b>8.014.216</b>	<b>7.890.623</b>	<b>7.768.936</b>	<b>7.649.126</b>	<b>7.531.163</b>	<b>7.415.019</b>	<b>7.300.667</b>	<b>7.188.078</b>
<i>crecimiento %</i>		-3,0%	-5,2%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%	-1,5%
<i>activo no corriente como % de activos</i>	89,8%	90,3%	88,1%	88,6%	87,9%	87,2%	86,5%	85,7%	84,9%	84,1%
Propiedad, Planta y Equipo, neto	8.719.066	8.456.639	8.014.216	7.890.623	7.768.936	7.649.126	7.531.163	7.415.019	7.300.667	7.188.078
<b>PASIVOS</b>	<b>7.440.075</b>	<b>6.397.773</b>	<b>5.226.790</b>	<b>3.789.368</b>	<b>4.043.224</b>	<b>4.314.086</b>	<b>4.603.094</b>	<b>4.911.463</b>	<b>5.240.490</b>	<b>5.591.559</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>489.975</b>	<b>584.725</b>	<b>2.060.120</b>	<b>2.517.005</b>	<b>2.685.623</b>	<b>2.865.538</b>	<b>3.057.505</b>	<b>3.262.332</b>	<b>3.480.881</b>	<b>3.714.071</b>
<i>crecimiento %</i>		19,3%	252,3%	22,2%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
<i>pasivo corriente como % de pasivos + patrim.</i>	5,0%	6,2%	22,6%	28,3%	30,8%	33,6%	36,7%	40,3%	44,4%	49,0%
Cuentas y Documentos por pagar	203.007	103.056	136.503	53.547	57.134	60.962	65.046	69.403	74.053	79.013
Otros	286.968	481.669	1.923.617	2.463.458	2.628.489	2.804.576	2.992.459	3.192.929	3.406.828	3.635.057
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>6.950.100</b>	<b>5.813.048</b>	<b>3.166.670</b>	<b>1.272.363</b>	<b>1.357.601</b>	<b>1.448.549</b>	<b>1.545.589</b>	<b>1.649.131</b>	<b>1.759.609</b>	<b>1.877.488</b>
<i>crecimiento %</i>		-16,4%	-45,5%	-59,8%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
<i>pasivo no corriente como % de pasivos + patrim.</i>	71,6%	62,0%	34,8%	14,3%	15,6%	17,0%	18,6%	20,4%	22,4%	24,8%
<b>PATRIMONIO</b>	<b>2.270.386</b>	<b>2.972.417</b>	<b>3.869.990</b>	<b>5.115.770</b>	<b>4.681.071</b>	<b>4.215.861</b>	<b>3.717.417</b>	<b>3.182.223</b>	<b>2.606.411</b>	<b>1.985.732</b>
<i>crecimiento %</i>		30,9%	30,2%	32,2%	-8,5%	-9,9%	-11,8%	-14,4%	-18,1%	-23,8%
<i>patrimonio como % de pasivos + patrimonio</i>	23,4%	31,7%	42,5%	57,4%	53,7%	49,4%	44,7%	39,3%	33,2%	26,2%
Capital Social	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000
Reservas y Resultados Acumulados	1.234.779	1.770.388	2.503.932	3.369.989	2.837.001	2.285.192	1.703.613	1.088.195	434.616	- 261.745
Resultado del Ejercicio	535.607	702.029	866.058	1.245.781	1.344.070	1.430.669	1.513.805	1.594.028	1.671.795	1.747.477
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>9.710.461</b>	<b>9.370.190</b>	<b>9.096.780</b>	<b>8.905.138</b>	<b>8.724.295</b>	<b>8.529.947</b>	<b>8.320.511</b>	<b>8.093.686</b>	<b>7.846.901</b>	<b>7.577.290</b>

Elaborado: Marco Yépez Olmedo

**Tabla 44, Estados del Resultado Integral Proyectados, Plushotel (Holiday Inn), 2015-2020**

PLUSHOTEL S.A

ESTADOS DEL RESULTADO INTEGRAL

Años terminados al 31 de Diciembre

Expresado en dólares de los Estados Unidos de América (sin centavos)

	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015 p</u>	<u>2016 p</u>	<u>2017 p</u>	<u>2018 p</u>	<u>2019 p</u>	<u>2020 p</u>
<b>INGRESOS</b>	<b>3.252.227</b>	<b>3.687.803</b>	<b>4.288.792</b>	<b>4.401.448</b>	<b>4.621.520</b>	<b>4.852.596</b>	<b>5.095.226</b>	<b>5.349.988</b>	<b>5.617.487</b>	<b>5.898.361</b>
<i>crecimiento %</i>		13,4%	16,3%	2,6%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Ventas Netas	3.252.227	3.687.803	4.288.792	4.401.448	4.621.520	4.852.596	5.095.226	5.349.988	5.617.487	5.898.361
<b>COSTOS Y GASTOS</b>	<b>- 1.738.754</b>	<b>- 1.932.872</b>	<b>- 2.189.147</b>	<b>- 2.094.456</b>	<b>- 2.234.767</b>	<b>- 2.384.478</b>	<b>- 2.544.218</b>	<b>- 2.714.659</b>	<b>- 2.896.519</b>	<b>- 3.090.561</b>
<i>crecimiento %</i>		11,2%	13,3%	-4,3%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
<i>costos y gastos como % de ventas</i>	53,5%	52,4%	51,0%	47,6%	48,4%	49,1%	49,9%	50,7%	51,6%	52,4%
Costos y Gastos	- 1.738.754	- 1.932.872	- 2.189.147	- 2.094.456	- 2.234.767	- 2.384.478	- 2.544.218	- 2.714.659	- 2.896.519	- 3.090.561
Otros Ingresos (Gastos)	- 649.458	- 588.545	- 505.175	- 416.568	- 359.498	- 310.247	- 267.743	- 231.062	- 199.407	- 172.088
<b>Resultado Antes de Impuestos</b>	<b>864.015</b>	<b>1.166.386</b>	<b>1.594.470</b>	<b>1.890.424</b>	<b>2.027.255</b>	<b>2.157.872</b>	<b>2.283.265</b>	<b>2.404.266</b>	<b>2.521.561</b>	<b>2.635.712</b>
Participación Trabajadores	- 129.601	- 174.957	- 253.306	- 283.563	- 304.088	- 323.681	- 342.490	- 360.640	- 378.234	- 395.357
Impuesto a la Renta	- 198.807	- 289.400	- 475.106	- 361.080	- 379.097	- 403.522	- 426.971	- 449.598	- 471.532	- 492.878
<b>Utilidad (Pérdida) Neta</b>	<b>535.607</b>	<b>702.029</b>	<b>866.058</b>	<b>1.245.781</b>	<b>1.344.070</b>	<b>1.430.669</b>	<b>1.513.805</b>	<b>1.594.028</b>	<b>1.671.795</b>	<b>1.747.477</b>
<i>crecimiento %</i>		31,1%	23,4%	43,8%	7,9%	6,4%	5,8%	5,3%	4,9%	4,5%
<i>margen de utilidad (pérdida)</i>	16,5%	19,0%	20,2%	28,3%	29,1%	29,5%	29,7%	29,8%	29,8%	29,6%

Elaborado: Marco Yépez Olmedo

**Tabla 45, Estados de Posición Financiera Proyectados, Hoteles Decameron, 2015-2020**

**HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A.**

**ESTADOS DE POSICIÓN FINANCIERA**

*Años terminados al 31 de Diciembre*

*Expresado en dólares de los Estados Unidos de América (sin centavos)*

	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015 p</u>	<u>2016 p</u>	<u>2017 p</u>	<u>2018 p</u>	<u>2019 p</u>	<u>2020 p</u>
<b>ACTIVOS</b>	<b>77.025.583</b>	<b>121.115.220</b>	<b>120.400.422</b>	<b>111.419.810</b>	<b>112.631.652</b>	<b>112.536.150</b>	<b>112.400.669</b>	<b>112.342.438</b>	<b>112.362.169</b>	<b>112.448.314</b>
<b>Activo Corriente</b>	<b>10.339.405</b>	<b>48.270.378</b>	<b>48.339.350</b>	<b>21.591.536</b>	<b>23.048.539</b>	<b>23.804.908</b>	<b>24.522.219</b>	<b>25.262.040</b>	<b>26.025.143</b>	<b>26.805.898</b>
<i>crecimiento %</i>		366,9%	0,1%	-55,3%	6,7%	3,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<i>activo corriente como % de activos</i>	13,4%	39,9%	40,1%	19,4%	20,5%	21,2%	21,8%	22,5%	23,2%	23,8%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	614.231	2.125.202	2.710.038	361.740	386.150	398.822	410.840	423.235	436.020	449.100
Cuentas y Documentos por cobrar	9.725.174	46.145.176	45.629.312	21.229.796	22.662.389	23.406.086	24.111.379	24.838.806	25.589.124	26.356.797
<b>Activo No Corriente</b>	<b>66.686.178</b>	<b>72.844.842</b>	<b>72.061.072</b>	<b>89.828.274</b>	<b>89.583.113</b>	<b>88.731.242</b>	<b>87.878.450</b>	<b>87.080.398</b>	<b>86.337.025</b>	<b>85.642.416</b>
<i>crecimiento %</i>		9,2%	-1,1%	24,7%	-0,3%	-1,0%	-1,0%	-0,9%	-0,9%	-0,8%
<i>activo no corriente como % de activos</i>	86,6%	60,1%	59,9%	80,6%	79,5%	78,8%	78,2%	77,5%	76,8%	76,2%
Propiedad, Planta y Equipo, neto	65.380.816	72.251.822	71.648.801	70.031.208	68.450.135	66.904.757	65.394.269	63.917.883	62.474.828	61.064.353
Otros	1.305.362	593.020	412.271	19.797.066	21.132.978	21.826.485	22.484.181	23.162.515	23.862.197	24.578.063
<b>PASIVOS</b>	<b>43.083.599</b>	<b>92.177.860</b>	<b>91.028.355</b>	<b>85.089.472</b>	<b>64.817.012</b>	<b>66.554.061</b>	<b>68.288.323</b>	<b>69.882.248</b>	<b>71.739.420</b>	<b>73.645.949</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>12.759.311</b>	<b>17.769.530</b>	<b>58.103.792</b>	<b>19.102.150</b>	<b>14.551.087</b>	<b>14.941.045</b>	<b>15.330.378</b>	<b>15.688.206</b>	<b>16.105.132</b>	<b>16.533.138</b>
<i>crecimiento %</i>		39,3%	227,0%	-67,1%	-23,8%	2,7%	2,6%	2,3%	2,7%	2,7%
<i>pasivo corriente como % de pasivos + patrim.</i>	16,6%	14,7%	48,3%	17,1%	12,9%	13,3%	13,6%	14,0%	14,3%	14,7%
Cuentas y Documentos por pagar	10.385.873	10.672.678	9.128.979	9.711.362	7.397.642	7.595.894	7.793.827	7.975.744	8.187.705	8.405.299
Otros	2.373.438	7.096.852	48.974.813	9.390.788	7.153.445	7.345.152	7.536.551	7.712.463	7.917.427	8.127.839
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>30.324.288</b>	<b>74.408.330</b>	<b>32.924.563</b>	<b>65.987.322</b>	<b>50.265.925</b>	<b>51.613.016</b>	<b>52.957.945</b>	<b>54.194.042</b>	<b>55.634.289</b>	<b>57.112.811</b>
<i>crecimiento %</i>		145,4%	-55,8%	100,4%	-23,8%	2,7%	2,6%	2,3%	2,7%	2,7%
<i>pasivo no corriente como % de pasivos + patrim.</i>	39,4%	61,4%	27,3%	59,2%	44,6%	45,9%	47,1%	48,2%	49,5%	50,8%
<b>PATRIMONIO</b>	<b>33.941.984</b>	<b>28.937.360</b>	<b>29.372.067</b>	<b>26.330.338</b>	<b>47.871.559</b>	<b>45.982.089</b>	<b>44.112.346</b>	<b>42.460.191</b>	<b>40.622.748</b>	<b>38.802.365</b>
<i>crecimiento %</i>		-14,7%	1,5%	-10,4%	81,8%	-3,9%	-4,1%	-3,7%	-4,3%	-4,5%
<i>patrimonio como % de pasivos + patrimonio</i>	44,1%	23,9%	24,4%	23,6%	42,5%	40,9%	39,2%	37,8%	36,2%	34,5%
Capital Social	50.000	6.050.000	6.050.000	6.050.000	6.050.000	6.050.000	6.050.000	6.050.000	6.050.000	6.050.000
Reservas y Resultados Acumulados	34.218.993	24.246.224	22.887.360	23.322.067	36.280.038	33.394.114	31.260.354	29.290.866	27.167.242	25.062.623
Resultado del Ejercicio	- 327.009	- 1.358.864	434.707	- 3.041.729	5.541.521	6.537.975	6.801.992	7.119.324	7.405.506	7.689.742
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>77.025.583</b>	<b>121.115.220</b>	<b>120.400.422</b>	<b>111.419.810</b>	<b>112.688.571</b>	<b>112.536.150</b>	<b>112.400.669</b>	<b>112.342.438</b>	<b>112.362.169</b>	<b>112.448.314</b>

**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

**Tabla 46, Estados del Resultado Integral Proyectados, Hoteles Decameron, 2015-2020**

**HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A.**  
**ESTADOS DEL RESULTADO INTEGRAL**

*Años terminados al 31 de Diciembre*

*Expresado en dólares de los Estados Unidos de América (sin centavos)*

	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015 p</u>	<u>2016 p</u>	<u>2017 p</u>	<u>2018 p</u>	<u>2019 p</u>	<u>2020 p</u>
<b>INGRESOS</b>	<b>17.020.674</b>	<b>24.043.558</b>	<b>29.659.605</b>	<b>31.949.605</b>	<b>34.105.574</b>	<b>35.224.794</b>	<b>36.286.220</b>	<b>37.380.954</b>	<b>38.510.139</b>	<b>39.665.443</b>
<i>crecimiento %</i>		41,3%	23,4%	7,7%	6,7%	3,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Ventas Netas	17.020.674	24.043.558	29.659.605	31.949.605	34.105.574	35.224.794	36.286.220	37.380.954	38.510.139	39.665.443
<b>COSTOS Y GASTOS</b>	<b>-16.846.865</b>	<b>- 22.971.484</b>	<b>- 23.738.819</b>	<b>- 28.482.026</b>	<b>- 21.696.219</b>	<b>- 22.277.662</b>	<b>- 22.858.172</b>	<b>- 23.391.707</b>	<b>- 24.013.359</b>	<b>- 24.651.532</b>
<i>crecimiento %</i>		36,4%	3,3%	20,0%	-23,8%	2,7%	2,6%	2,3%	2,7%	2,7%
<i>costos y gastos como % de ventas</i>	99,0%	95,5%	80,0%	89,1%	63,6%	63,2%	63,0%	62,6%	62,4%	62,1%
Costos y Gastos	-16.846.865	- 22.971.484	- 23.738.819	- 28.482.026	- 21.696.219	- 22.277.662	- 22.858.172	- 23.391.707	- 24.013.359	- 24.651.532
Otros Ingresos (Gastos)	- 184.938	- 1.981.344	- 2.443.673	- 3.376.459	- 4.051.103	- 3.085.933	- 3.168.633	- 3.251.201	- 3.327.088	- 3.415.508
<b>Resultado Antes de Impuestos</b>	<b>- 11.129</b>	<b>- 909.270</b>	<b>3.477.113</b>	<b>91.120</b>	<b>8.358.252</b>	<b>9.861.199</b>	<b>10.259.415</b>	<b>10.738.046</b>	<b>11.169.692</b>	<b>11.598.403</b>
Participación Trabajadores	-	-	-	- 13.669	- 1.253.738	- 1.479.180	- 1.538.912	- 1.610.707	- 1.675.454	- 1.739.761
Impuesto a la Renta	- 315.880	- 449.594	- 3.042.406	- 3.119.180	- 1.562.993	- 1.844.044	- 1.918.511	- 2.008.015	- 2.088.732	- 2.168.901
<b>Utilidad (Pérdida) Neta</b>	<b>- 327.009</b>	<b>- 1.358.864</b>	<b>434.707</b>	<b>- 3.041.729</b>	<b>5.541.521</b>	<b>6.537.975</b>	<b>6.801.992</b>	<b>7.119.324</b>	<b>7.405.506</b>	<b>7.689.742</b>
<i>crecimiento %</i>		315,5%	-132,0%	-799,7%	-282,2%	18,0%	4,0%	4,7%	4,0%	3,8%
<i>margen de utilidad (pérdida)</i>	-1,9%	-5,7%	1,5%	-9,5%	16,2%	18,6%	18,7%	19,0%	19,2%	19,4%

**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

**Tabla 47, Estados de Posición Financiera Proyectados, Hotel Colón, 2015-2020**

**HOTEL COLON INTERNACIONAL C.A.**  
**ESTADOS DE POSICIÓN FINANCIERA**

Años terminados al 31 de Diciembre

Expresado en dólares de los Estados Unidos de América (sin centavos)

	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015 p</u>	<u>2016 p</u>	<u>2017 p</u>	<u>2018 p</u>	<u>2019 p</u>	<u>2020 p</u>
<b>ACTIVOS</b>	<b>43.962.369</b>	<b>43.790.438</b>	<b>43.383.860</b>	<b>43.346.547</b>	<b>43.293.834</b>	<b>43.362.633</b>	<b>43.423.834</b>	<b>43.526.237</b>	<b>43.630.703</b>	<b>43.748.062</b>
<b>Activo Corriente</b>	<b>2.974.237</b>	<b>4.316.971</b>	<b>4.230.113</b>	<b>4.360.816</b>	<b>4.475.398</b>	<b>4.710.774</b>	<b>4.937.837</b>	<b>5.205.391</b>	<b>5.474.299</b>	<b>5.755.394</b>
<i>crecimiento %</i>		45,1%	-2,0%	3,1%	2,6%	5,3%	4,8%	5,4%	5,2%	5,1%
<i>activo corriente como % de activos</i>	6,8%	9,9%	9,8%	10,1%	10,3%	10,9%	11,4%	12,0%	12,5%	13,2%
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	343.269	1.120.798	1.176.784	1.348.868	1.104.981	1.163.096	1.219.158	1.285.217	1.351.611	1.421.014
Cuentas y Documentos por cobrar	2.630.968	3.196.173	3.053.329	3.011.948	3.370.416	3.547.678	3.718.679	3.920.173	4.122.687	4.334.380
<b>Activo No Corriente</b>	<b>40.988.132</b>	<b>39.473.467</b>	<b>39.153.747</b>	<b>38.985.731</b>	<b>38.818.436</b>	<b>38.651.859</b>	<b>38.485.997</b>	<b>38.320.846</b>	<b>38.156.404</b>	<b>37.992.668</b>
<i>crecimiento %</i>		-3,7%	-0,8%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%
<i>activo no corriente como % de activos</i>	93,2%	90,1%	90,2%	89,9%	89,7%	89,1%	88,6%	88,0%	87,5%	86,8%
Propiedad, Planta y Equipo, neto	13.982.381	13.535.477	13.166.608	12.940.326	12.884.797	12.829.506	12.774.452	12.719.634	12.665.052	12.610.704
Otros	27.005.751	25.937.990	25.987.139	26.045.405	25.933.639	25.822.353	25.711.545	25.601.212	25.491.352	25.381.964
<b>PASIVOS</b>	<b>7.702.990</b>	<b>6.696.926</b>	<b>5.586.638</b>	<b>5.032.114</b>	<b>8.674.050</b>	<b>9.130.248</b>	<b>9.570.333</b>	<b>10.088.895</b>	<b>10.610.083</b>	<b>11.154.892</b>
<b>Pasivo Corriente</b>	<b>5.317.999</b>	<b>4.007.942</b>	<b>3.666.118</b>	<b>3.125.228</b>	<b>5.602.079</b>	<b>5.896.711</b>	<b>6.180.937</b>	<b>6.515.848</b>	<b>6.852.453</b>	<b>7.204.314</b>
<i>crecimiento %</i>		-24,6%	-8,5%	-14,8%	79,3%	5,3%	4,8%	5,4%	5,2%	5,1%
<i>pasivo corriente como % de pasivos + patrim.</i>	12,1%	9,2%	8,5%	7,2%	12,9%	13,5%	14,2%	14,9%	15,5%	16,2%
Cuentas y Documentos por pagar	1.499.526	1.569.802	1.950.912	1.909.910	2.360.763	2.484.923	2.604.698	2.745.832	2.887.680	3.035.958
Otros	3.818.473	2.438.140	1.715.206	1.215.318	3.241.317	3.411.788	3.576.239	3.770.015	3.964.773	4.168.357
<b>Pasivo No Corriente</b>	<b>2.384.991</b>	<b>2.688.984</b>	<b>1.920.520</b>	<b>1.906.886</b>	<b>3.071.971</b>	<b>3.233.537</b>	<b>3.389.395</b>	<b>3.573.048</b>	<b>3.757.630</b>	<b>3.950.577</b>
<i>crecimiento %</i>		12,7%	-28,6%	-0,7%	61,1%	5,3%	4,8%	5,4%	5,2%	5,1%
<i>pasivo no corriente como % de pasivos + patrim.</i>	5,4%	6,1%	4,4%	4,4%	7,1%	7,4%	7,8%	8,1%	8,5%	8,9%
<b>PATRIMONIO</b>	<b>36.259.379</b>	<b>37.093.512</b>	<b>37.797.222</b>	<b>38.314.433</b>	<b>34.619.784</b>	<b>34.412.179</b>	<b>34.104.371</b>	<b>33.788.716</b>	<b>33.511.730</b>	<b>33.207.435</b>
<i>crecimiento %</i>		2,3%	1,9%	1,4%	-9,6%	-0,6%	-0,9%	-0,9%	-0,8%	-0,9%
<i>patrimonio como % de pasivos + patrimonio</i>	82,5%	84,7%	87,1%	88,4%	80,0%	79,0%	78,1%	77,0%	76,0%	74,9%
Capital Social	24.510.000	24.510.000	24.510.000	24.510.000	24.510.000	24.510.000	24.510.000	24.510.000	24.510.000	24.510.000
Reservas y Resultados Acumulados	10.289.234	10.523.877	11.112.911	11.816.623	7.998.427	7.596.992	7.056.583	6.456.165	5.886.362	5.284.232
Resultado del Ejercicio	1.460.145	2.059.635	2.174.311	1.987.810	2.111.357	2.305.187	2.537.787	2.822.551	3.115.368	3.413.203
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>43.962.369</b>	<b>43.790.438</b>	<b>43.383.860</b>	<b>43.346.547</b>	<b>43.293.834</b>	<b>43.542.427</b>	<b>43.674.703</b>	<b>43.877.612</b>	<b>44.121.812</b>	<b>44.362.327</b>

Elaborado: Marco Yépez Olmedo

**Tabla 48, Estados del Resultado Integral Proyectados, Hotel Colón, 2015-2020**

**HOTEL COLON INTERNACIONAL C.A.**  
**ESTADOS DEL RESULTADO INTEGRAL**

*Años terminados al 31 de Diciembre*

*Expresado en dólares de los Estados Unidos de América (sin centavos)*

	<u>2011</u>	<u>2012</u>	<u>2013</u>	<u>2014</u>	<u>2015 p</u>	<u>2016 p</u>	<u>2017 p</u>	<u>2018 p</u>	<u>2019 p</u>	<u>2020 p</u>
<b>INGRESOS</b>	<b>14.035.038</b>	<b>15.761.020</b>	<b>16.266.168</b>	<b>16.758.218</b>	<b>17.793.189</b>	<b>18.728.993</b>	<b>19.631.745</b>	<b>20.695.479</b>	<b>21.764.597</b>	<b>22.882.170</b>
<i>crecimiento %</i>		12,3%	3,2%	3,0%	6,2%	5,3%	4,8%	5,4%	5,2%	5,1%
Ventas Netas	14.035.038	15.761.020	16.266.168	16.758.218	17.793.189	18.728.993	19.631.745	20.695.479	21.764.597	22.882.170
<b>COSTOS Y GASTOS</b>	<b>- 11.765.628</b>	<b>- 12.847.212</b>	<b>- 13.350.941</b>	<b>- 14.153.115</b>	<b>- 14.555.767</b>	<b>- 15.200.103</b>	<b>- 15.752.751</b>	<b>- 16.387.783</b>	<b>- 17.016.015</b>	<b>- 17.685.151</b>
<i>crecimiento %</i>		9,2%	3,9%	6,0%	2,8%	4,4%	3,6%	4,0%	3,8%	3,9%
<i>costos y gastos como % de ventas</i>	83,8%	81,5%	82,1%	84,5%	81,8%	81,2%	80,2%	79,2%	78,2%	77,3%
Costos y Gastos	- 11.765.628	- 12.847.212	- 13.350.941	- 14.153.115	- 14.555.767	- 15.200.103	- 15.752.751	- 16.387.783	- 17.016.015	- 17.685.151
Otros Ingresos (Gastos)	- 353.087	- 294.659	- 158.971	- 53.441	- 52.872	- 51.987	- 51.260	- 50.453	- 49.687	- 48.900
<b>Resultado Antes de Impuestos</b>	<b>1.916.323</b>	<b>2.619.149</b>	<b>2.756.256</b>	<b>2.551.662</b>	<b>3.184.550</b>	<b>3.476.903</b>	<b>3.827.734</b>	<b>4.257.242</b>	<b>4.698.896</b>	<b>5.148.119</b>
Participación Trabajadores	- 134.966	- 225.029	- 261.175	- 243.067	- 477.682	- 521.535	- 574.160	- 638.586	- 704.834	- 772.218
Impuesto a la Renta	- 321.212	- 334.485	- 320.770	- 320.785	- 595.511	- 650.181	- 715.786	- 796.104	- 878.693	- 962.698
<b>Utilidad (Pérdida) Neta</b>	<b>1.460.145</b>	<b>2.059.635</b>	<b>2.174.311</b>	<b>1.987.810</b>	<b>2.111.357</b>	<b>2.305.187</b>	<b>2.537.787</b>	<b>2.822.551</b>	<b>3.115.368</b>	<b>3.413.203</b>
<i>crecimiento %</i>		41,1%	5,6%	-8,6%	6,2%	9,2%	10,1%	11,2%	10,4%	9,6%
<i>margen de utilidad (pérdida)</i>	10,4%	13,1%	13,4%	11,9%	11,9%	12,3%	12,9%	13,6%	14,3%	14,9%

**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

#### 4.4.4 Cálculo y estimación de la tasa de descuento.

La tasa de descuento o costo de capital se diferencia de la tasa de interés, en que se aplica a una cantidad original para obtener el incremento que sumado a ella da la cantidad final, mientras que el descuento se resta de una cantidad esperada para obtener una cantidad en el presente (García, 2003).

En el modelo financiero de valoración de empresas, la tasa de descuento representa el rendimiento esperado por los posibles inversionistas, durante los años que se estimaron los flujos de efectivo, por lo que se utilizan las siguientes variables para su cálculo:

##### **Tasa Pasiva**

Se trata del porcentaje que paga una institución bancaria a quien deposita dinero mediante cualquiera de los instrumentos que puedan existir. Este indicador es muy importante para los procesos de valoración en la toma de decisiones al comprar acciones de una empresa o comprar activos financieros que rindan al menos la tasa pasiva.

**Tasa Pasiva (diciembre 2014)<sup>7</sup>: 5,18%**

##### **Riesgo País**

Corresponde a todo riesgo inherente a operaciones transnacionales y en particular a las financiaciones de un país a otro<sup>8</sup>. Se utiliza este indicador ya que es el riesgo asociado al negocio dependiendo del país donde está instalado y los factores específicos y comunes de éste.

**Riesgo País (diciembre 2014)<sup>9</sup> : 883 puntos**

---

<sup>7</sup><http://contenido.bce.fin.ec/docs.php?path=/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indice.htm>

<sup>8</sup> <https://finances.worldbank.org/es/Reference/World-Bank-Finances-Data-Dictionary/wc6g-9zmq?>

<sup>9</sup> <http://www.ambito.com/economia/mercados/riesgo-pais/info/?id=5>, elaborado por JP Morgan.

## **Inflación**

Es el incremento generalizado y sostenido de los precios de bienes y servicios con relación a una moneda durante un periodo de tiempo determinado (Martínez, 2008).

**Inflación (diciembre 2014)<sup>10</sup> : 3,67%**

## **Tasa Activa**

Es el porcentaje que las instituciones bancarias, de acuerdo con las condiciones de mercado y disposiciones de las entidades de control inherentes de cada país, cobran por los diferentes tipos de servicios de crédito a los usuarios de los mismos (Martínez, 2008).

**Tasa activa máxima (diciembre 2014)<sup>11</sup> : 16,30%**

**Tasa activa mínima (diciembre 2014)<sup>12</sup> : 9,33%**

## **Tasa Libre de Riesgo**

Es una tasa que ofrece un rendimiento seguro en un plazo determinado, donde no existe riesgo crediticio ni riesgo de reinversión ya que vencido el periodo se dispondrá del efectivo (Martínez, 2008). Para este estudio se tomó el rendimiento de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos como inversión libre de riesgo, debido a que se considera que la probabilidad de no pago de estos bonos es casi cero.

**Tasa libre de riesgo, bonos a 10 años (2014)<sup>13</sup> : 3,20%**

## **Riesgo del Negocio**

Cada empresa posee riesgos inherentes y sistemáticos propios de sus operaciones y su estructura, niveles de venta, estructura de costos, apalancamiento operativo, entre otros factores. También hay que considerar

---

<sup>10</sup> <http://contenido.bce.fin.ec/indicador.php?tbl=inflacion>

<sup>11</sup> <http://contenido.bce.fin.ec/docs.php?path=/documentos/Estadisticas/SectorMonFin/TasasInteres/Indice.htm>

<sup>12</sup> Ibídem

<sup>13</sup> <http://datos.bancomundial.org/pais/estados-unidos>

indicadores difíciles de medir como factores culturales y ambiente del equipo de trabajo. La tasa de riesgo del negocio es un indicador muy subjetivo, sin embargo, se obtiene de publicaciones anuales de fuentes de negocios, de inversiones o gubernamentales. El beta de la industria fue determinado de acuerdo a lo publicado por Aswath Damoran de la Escuela de Negocios de la Universidad de New York, la cual compila información financiera de las empresas de Estados Unidos por cada sector.

**Beta de la Industria (Hotel and Tourism)<sup>14</sup> : 0,80**

### **Cálculo de la Tasa de Descuento**

La tasa de descuento aplicada para descontar los flujos de efectivo de las empresas, corresponde al Costo Promedio Ponderado de Capital también conocido por sus siglas en inglés como WACC<sup>15</sup>, que es la tasa resultante del promedio ponderado entre el costo del capital propio y el costo del capital ajeno. Para hallar ese costo se utilizó la siguiente fórmula:

$$WACC = KD * \%D + KE * \%E$$

Dónde:

KD= Costo de la deuda de la empresa.

%D= Proporción de la deuda con respecto a la cifra total de capital propio más deuda.

KE= Costo del capital propio de la empresa.

%E= Proporción del capital propio de la empresa respecto a la cifra total de capital propio más deuda.

**(KE)** Costo del capital propio de la empresa (tasa de costo de oportunidad de los accionistas), la herramienta que se utiliza es el modelo CAPM de fijación de precios activos de capital (Sharpe, 1964), que nos indica cuál será el costo de

<sup>14</sup> [http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)

<sup>15</sup> WACC, Weighted Average Cost of Capital

oportunidad de los recursos invertidos en la empresa pero asociados al riesgo que implica la inversión; mediante la siguiente fórmula:

$$KE = R_f + \beta_i * (E(R_M) - R_f) + CR_X$$

Dónde:

$R_f$  = Tasa libre de riesgo (Bono del tesoro de EUA)

$\beta_i$  = Beta de la industria

$(E(R_M))$  = Rendimiento esperado (tasa pasiva)

$CR_X$  = Prima por riesgo del país

$$KE = 3,20\% + 0,80 * (5,18\% - 3,20\%) + 8,33\%$$

$$KE = 13,61\%$$

**(KD)** Costo de la deuda de la empresa (tasa promedio de la deuda), se obtiene con la siguiente fórmula:

$$KD = (P_l * K_l) + (P_c * K_c) * (1 - t)$$

Dónde:

$P_l$  = Proporción de pasivo a largo plazo

$P_c$  = Proporción de pasivo a corto plazo

$K_l$  = Tasa de interés activa para operaciones no corrientes

$K_c$  = Tasa de interés activa para operaciones corrientes

$t$  = Tasa Impositiva 37%; 15% participación trabajadores y 22% impuesto renta

**Tabla 49, Cálculo de (KD) Costo de la deuda de la empresa**

	% deuda no corriente	Tasa Activa (l/p) BCE	% deuda corriente	Tasa Activa (c/p) BCE	Tasa Impuestos	(KD) Costo del Capital
Casa Gangotena	65,77%	16,30%	34,23%	9,33%	37,00%	<b>12,73%</b>
Holiday Inn	33,58%	16,30%	66,42%	9,33%	37,00%	<b>9,38%</b>
Decameron	77,55%	16,30%	22,45%	9,33%	37,00%	<b>13,96%</b>
Colón	37,89%	16,30%	62,11%	9,33%	37,00%	<b>9,83%</b>

Elaborado: Marco Yépez Olmedo

Formulamos nuevamente la tasa WACC:

$$WACC = KD * \%D + KE * \%E$$

Dónde:

KD= Costo de la deuda de la empresa.

%D= Proporción de la deuda con respecto a la cifra total de capital propio más deuda.

KE= Costo del capital propio de la empresa.

%E= Proporción del capital propio de la empresa respecto a la cifra total de capital propio más deuda.

**Tabla 50, Cálculo de la tasa WACC**

	(KD) Costo del Capital	%D Proporción de la deuda con Capital	(KE) Costo del Capital propio	%E Proporción del Capital propio	WACC
<b>Casa Gangotena</b>	12,73%	51,98%	13,61%	48,02%	<b>13,15%</b>
<b>Holiday Inn</b>	9,38%	42,55%	13,61%	57,45%	<b>11,81%</b>
<b>Decameron</b>	13,96%	76,37%	13,61%	23,63%	<b>13,88%</b>
<b>Colón</b>	9,83%	11,61%	13,61%	88,39%	<b>13,17%</b>

Elaborado: Marco Yépez Olmedo

#### 4.4.5 Obtención del valor de las empresas

Para obtener el valor de la empresa es necesario determinar los flujos de efectivo en base a los estados financieros proyectados de los periodos 2015-2020.

**Flujo de Fondos Operativo (FFO)**, mediante la siguiente fórmula:

$$FFO = \text{Resultado antes de impuestos} + \text{Depreciaciones} - \text{Impuestos}$$

**Flujo de Fondos de Capital (FFC)**, mediante la siguiente fórmula:

$$FFC = \text{Propiedad, Planta y Equipo al inicio} - \text{Propiedad, Planta y Equipo al final}$$

**Flujo de Capital de Trabajo (FCT)**, el capital de trabajo representa el flujo disponible de efectivo, resultado de la diferencia entre activos corrientes y pasivos corrientes; siendo así refleja la capacidad de la empresa para cubrir las obligaciones corrientes. Se determina mediante las siguientes fórmulas:

$$FCT = \text{Capital de Trabajo al inicio} - \text{Capital de Trabajo al final}$$

$$\text{Capital de Trabajo inicial} = \text{Activos Corrientes iniciales} - \text{Pasivos Corrientes iniciales}$$

$$\text{Capital de Trabajo final} = \text{Activos Corrientes finales} - \text{Pasivos Corrientes finales}$$

**Flujo de Efectivo Final (FE)**, es la suma de los flujos de fondos operativos, flujos de fondos de capital y flujos de capital de trabajo. Mediante la siguiente fórmula:

$$FE = FFO + FFC + FCT$$

**Tabla 51, Determinación de los Flujos de Efectivo Proyectados, Casa Gangotena**

**HOTEL CASA GANGOTENA S.A.**  
**ESTIMACIÓN DE FLUJOS DE EFECTIVO**

*Años terminados al 31 de Diciembre*

*Expresado en dólares de los Estados Unidos de América (sin centavos)*

**HOTEL CASA GANGOTENA S.A.**

	<u>2015 p</u>	<u>2016 p</u>	<u>2017 p</u>	<u>2018 p</u>	<u>2019 p</u>	<u>2020 p</u>
<b>FLUJO DE FONDOS OPERATIVO (FFO)</b>						
Resultado Antes de Impuestos	- 319.446	- 39.288	483.555	1.039.573	1.448.617	1.844.160
(+) Depreciaciones	308.502	324.271	341.550	351.550	376.550	388.550
(-) Participación Trabajadores e Impuestos	- 54.000	- 54.000	- 178.915	- 384.642	- 535.988	- 682.339
<b>Flujo de Fondos Operativo</b>	<b>- 64.944</b>	<b>230.983</b>	<b>646.190</b>	<b>1.006.481</b>	<b>1.289.179</b>	<b>1.550.371</b>
<b>FLUJO DE FONDOS DE CAPITAL (FFC)</b>						
Propiedad, Planta y Equipo al inicio	9.565.412	9.402.800	9.242.952	9.085.822	8.931.363	8.779.530
(-) Propiedad, Planta y Equipo al final	- 9.402.800	- 9.242.952	- 9.085.822	- 8.931.363	- 8.779.530	- 8.630.278
<b>Flujo de Fondos de Capital</b>	<b>162.612</b>	<b>159.848</b>	<b>157.130</b>	<b>154.459</b>	<b>151.833</b>	<b>149.252</b>
<b>FLUJO DE CAPITAL DE TRABAJO (FCT)</b>						
Capital de Trabajo al inicio	- 98.084	254.357	466.070	850.533	1.250.958	1.534.487
(-) Capital de Trabajo al final	- 254.357	- 466.070	- 850.533	- 1.250.958	- 1.534.487	- 1.785.575
<b>Flujo de Capital de Trabajo</b>	<b>- 352.441</b>	<b>- 211.714</b>	<b>- 384.463</b>	<b>- 400.425</b>	<b>- 283.529</b>	<b>- 251.088</b>
<b>FLUJO DE EFECTIVO FINAL (FFO+FFC+FCT)</b>	<b>- 254.773</b>	<b>179.117</b>	<b>418.857</b>	<b>760.515</b>	<b>1.157.483</b>	<b>1.448.535</b>

**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

## Tabla 52, Determinación de los Flujos de Efectivo Proyectados, Plushotel (Holiday Inn)

PLUSHOTEL S.A.

ESTIMACIÓN DE FLUJOS DE EFECTIVO

Años terminados al 31 de Diciembre

Expresado en dólares de los Estados Unidos de América (sin centavos)

PLUSHOTEL S.A.

	<u>2015 p</u>	<u>2016 p</u>	<u>2017 p</u>	<u>2018 p</u>	<u>2019 p</u>	<u>2020 p</u>
<b>FLUJO DE FONDOS OPERATIVO (FFO)</b>						
Resultado Antes de Impuestos	2.027.255	2.157.872	2.283.265	2.404.266	2.521.561	2.635.712
(+) Depreciaciones	216.651	216.976	217.302	217.628	217.954	218.281
(-) Participación Trabajadores e Impuestos	- 683.185	- 727.203	- 769.460	- 810.238	- 849.766	- 888.235
<b>Flujo de Fondos Operativo</b>	<b>1.560.722</b>	<b>1.647.645</b>	<b>1.731.107</b>	<b>1.811.656</b>	<b>1.889.750</b>	<b>1.965.758</b>
<b>FLUJO DE FONDOS DE CAPITAL (FFC)</b>						
Propiedad, Planta y Equipo al inicio	7.890.623	7.768.936	7.649.126	7.531.163	7.415.019	7.300.667
(-) Propiedad, Planta y Equipo al final	- 7.768.936	- 7.649.126	- 7.531.163	- 7.415.019	- 7.300.667	- 7.188.078
<b>Flujo de Fondos de Capital</b>	<b>121.687</b>	<b>119.810</b>	<b>117.963</b>	<b>116.143</b>	<b>114.352</b>	<b>112.589</b>
<b>FLUJO DE CAPITAL DE TRABAJO (FCT)</b>						
Capital de Trabajo al inicio	- 1.502.490	- 1.620.383	- 1.747.035	- 1.883.077	- 2.029.183	- 2.186.074
(-) Capital de Trabajo al final	1.620.383	1.747.035	1.883.077	2.029.183	2.186.074	2.354.524
<b>Flujo de Capital de Trabajo</b>	<b>117.893</b>	<b>126.652</b>	<b>136.042</b>	<b>146.106</b>	<b>156.892</b>	<b>168.450</b>
<b>FLUJO DE EFECTIVO FINAL (FFO+FFC+FCT)</b>	<b>1.800.301</b>	<b>1.894.108</b>	<b>1.985.111</b>	<b>2.073.906</b>	<b>2.160.993</b>	<b>2.246.797</b>

Elaborado: Marco Yépez Olmedo

## Tabla 53, Determinación de los Flujos de Efectivo Proyectados, Hoteles Decameron

HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A.

ESTIMACIÓN DE FLUJOS DE EFECTIVO

Años terminados al 31 de Diciembre

Expresado en dólares de los Estados Unidos de América (sin centavos)

HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A.

	<u>2015 p</u>	<u>2016 p</u>	<u>2017 p</u>	<u>2018 p</u>	<u>2019 p</u>	<u>2020 p</u>
<b>FLUJO DE FONDOS OPERATIVO (FFO)</b>						
Resultado Antes de Impuestos	8.358.252	9.861.199	10.259.415	10.738.046	11.169.692	11.598.403
(+) Depreciaciones	2.248.401	2.249.750	2.251.100	2.252.451	2.253.802	2.255.155
(-) Participación Trabajadores e Impuestos	- 2.816.731	- 3.323.224	- 3.457.423	- 3.618.721	- 3.764.186	- 3.908.662
<b>Flujo de Fondos Operativo</b>	<b>7.789.923</b>	<b>8.787.726</b>	<b>9.053.092</b>	<b>9.371.775</b>	<b>9.659.308</b>	<b>9.944.896</b>
<b>FLUJO DE FONDOS DE CAPITAL (FFC)</b>						
Propiedad, Planta y Equipo al inicio	70.031.208	68.450.135	66.904.757	65.394.269	63.917.883	62.474.828
(-) Propiedad, Planta y Equipo al final	- 68.450.135	- 66.904.757	- 65.394.269	- 63.917.883	- 62.474.828	- 61.064.353
<b>Flujo de Fondos de Capital</b>	<b>1.581.073</b>	<b>1.545.378</b>	<b>1.510.488</b>	<b>1.476.386</b>	<b>1.443.054</b>	<b>1.410.475</b>
<b>FLUJO DE CAPITAL DE TRABAJO (FCT)</b>						
Capital de Trabajo al inicio	2.489.386	8.497.453	8.863.863	9.191.841	9.573.834	9.920.012
(-) Capital de Trabajo al final	- 8.497.453	- 8.863.863	- 9.191.841	- 9.573.834	- 9.920.012	- 10.272.760
<b>Flujo de Capital de Trabajo</b>	<b>- 6.008.067</b>	<b>- 366.410</b>	<b>- 327.979</b>	<b>- 381.993</b>	<b>- 346.177</b>	<b>- 352.748</b>
<b>FLUJO DE EFECTIVO FINAL (FFO+FFC+FCT)</b>	<b>3.362.929</b>	<b>9.966.693</b>	<b>10.235.602</b>	<b>10.466.168</b>	<b>10.756.185</b>	<b>11.002.623</b>

Elaborado: Marco Yépez Olmedo

**Tabla 54, Determinación de los Flujos de Efectivo Proyectados, Hotel Colón****HOTEL COLON INTERNACIONAL C.A.  
ESTIMACIÓN DE FLUJOS DE EFECTIVO**

*Años terminados al 31 de Diciembre  
Expresado en dólares de los Estados Unidos de América (sin centavos)*

**HOTEL COLON INTERNACIONAL C.A.**

	<u>2015 p</u>	<u>2016 p</u>	<u>2017 p</u>	<u>2018 p</u>	<u>2019 p</u>	<u>2020 p</u>
<b>FLUJO DE FONDOS OPERATIVO (FFO)</b>						
Resultado Antes de Impuestos	3.184.550	3.476.903	3.827.734	4.257.242	4.698.896	5.148.119
(+) Depreciaciones	941.223	942.165	943.107	944.050	944.994	945.939
(-) Participación Trabajadores e Impuestos	- 1.073.193	- 1.171.716	- 1.289.946	- 1.434.690	- 1.583.528	- 1.734.916
<b>Flujo de Fondos Operativo</b>	<b>3.052.580</b>	<b>3.247.351</b>	<b>3.480.894</b>	<b>3.766.601</b>	<b>4.060.362</b>	<b>4.359.142</b>

**FLUJO DE FONDOS DE CAPITAL (FFC)**

Propiedad, Planta y Equipo al inicio	12.940.326	12.884.797	12.829.506	12.774.452	12.719.634	12.665.052
(-) Propiedad, Planta y Equipo al final	-12.884.797	-12.829.506	-12.774.452	-12.719.634	-12.665.052	-12.610.704
<b>Flujo de Fondos de Capital</b>	<b>55.529</b>	<b>55.291</b>	<b>55.054</b>	<b>54.818</b>	<b>54.582</b>	<b>54.348</b>

**FLUJO DE CAPITAL DE TRABAJO (FCT)**

Capital de Trabajo al inicio	1.235.588	- 1.126.681	- 1.185.937	- 1.243.100	- 1.310.457	- 1.378.154
(-) Capital de Trabajo al final	1.126.681	1.185.937	1.243.100	1.310.457	1.378.154	1.448.920
<b>Flujo de Capital de Trabajo</b>	<b>2.362.269</b>	<b>59.256</b>	<b>57.163</b>	<b>67.357</b>	<b>67.698</b>	<b>70.766</b>

<b>FLUJO DE EFECTIVO FINAL (FFO+FFC+FCT)</b>	<b>5.470.378</b>	<b>3.361.898</b>	<b>3.593.111</b>	<b>3.888.775</b>	<b>4.182.642</b>	<b>4.484.256</b>
--	------------------	------------------	------------------	------------------	------------------	------------------

**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

**Valor Presente de una Anualidad (valor residual)**

Es el valor atribuido al negocio a partir del último período específicamente proyectado. Aunque los flujos pueden tener una duración indefinida, con el pasar de los años éstos pueden ser no válidos, puesto que su valor presente es menor cuando más lejano es el horizonte temporal (García, 2003).

Se estima como una renta perpetua mediante la siguiente fórmula:

$$VPA = \frac{R * (1 + g)}{WACC - g} * (1 + WACC)^{-n}$$

Dónde:

R= Flujo del último año proyectado (2020)

g= Tasa de crecimiento a perpetuidad para R (inflación 3,67%)

WACC= Tasa de descuento considerada para cada empresa

n= Número de años de duración del periodo proyectado

$$VPA \text{ Gangotena} = \frac{1.448.535 * (1 + 3,67\%)}{13,15\% - 3,67\%} * (1 + 13,15\%)^{-6}$$

$$VPA \text{ Gangotena} = 7.543.959$$

$$\text{VPA Plushotel (Holiday)} = \frac{2.246.797 * (1 + 3,67\%)}{11,81\% - 3,67\%} * (1 + 11,81\%)^{-6}$$

$$\text{VPA Plushotel (Holiday)} = 14.684.502$$

$$\text{VPA Decameron} = \frac{11.002.623 * (1 + 3,67\%)}{13,88\% - 3,67\%} * (1 + 13,88\%)^{-6}$$

$$\text{VPA Decameron} = 51.239.110$$

$$\text{VPA Colón} = \frac{4.484.256 * (1 + 3,67\%)}{13,17\% - 3,67\%} * (1 + 13,17\%)^{-6}$$

$$\text{VPA Decameron} = 23.290.168$$

### Valor Presente de los Flujos de Efectivo

Para determinar el valor de la empresa se realiza utilizando el valor presente de los flujos de efectivo proyectados descontando la tasa de actualización WACC; mediante la siguiente fórmula:

$$\text{VA} = \frac{\text{Valor Presente de los Flujos de Efectivo}}{(1 + \text{WACC})^n}$$

### Valor de las Empresas

Se calcula el valor de la empresa sumando el Valor Presente de la Anualidad más el Valor Presente de los Flujos de Efectivo.

Tabla 55, Valor Estimado de Casa Gangotena

HOTEL CASA GANGOTENA S.A.

	<u>2015 p</u>	<u>2016 p</u>	<u>2017 p</u>	<u>2018 p</u>	<u>2019 p</u>	<u>2020 p</u>	<u>Perpetuidad</u>
FLUJO DE EFECTIVO FINAL (FFO+FFC+FCT)	- 254.773	179.117	418.857	760.515	1.157.483	1.448.535	1.448.535
WACC	13,15%	13,15%	13,15%	13,15%	13,15%	13,15%	13,15%
Flujos de efectivo Descontados	- 225.156	139.894	289.108	463.911	623.983	690.111	7.543.959

Valor Presente de la Anualidad	7.543.959
Valor Presente de los Flujos de Efectivo	1.981.852
<b>Valor Estimado de la Empresa</b>	<b><u>9.525.811</u></b>

*Valor estimado de la acción = Valor de la empresa / Número de acciones*  
*Valor estimado de la acción =* 9.525.811 / 8.906.909  
*Valor estimado de la acción =* 1,07

Elaborado: Marco Yépez Olmedo

Tabla 56, Valor Estimado de Plushotel (Holiday Inn)

PLUSHOTEL S.A.

	<u>2015 p</u>	<u>2016 p</u>	<u>2017 p</u>	<u>2018 p</u>	<u>2019 p</u>	<u>2020 p</u>	<u>Perpetuidad</u>
FLUJO DE EFECTIVO FINAL (FFO+FFC+FC)	1.800.301	1.894.108	1.985.111	2.073.906	2.160.993	2.246.797	2.246.797
WACC	11,81%	11,81%	11,81%	11,81%	11,81%	11,81%	11,81%
Flujos de efectivo Descontados	1.610.159	1.515.137	1.420.221	1.327.039	1.236.721	1.150.021	14.648.502

Valor Presente de la Anualidad	14.648.502
Valor Presente de los Flujos de Efectivo	8.259.297
<b>Valor Estimado de la Empresa</b>	<b><u>22.907.799</u></b>

*Valor estimado de la acción = Valor de la empresa / Número de acciones*  
*Valor estimado de la acción =* 22.907.799 / 500.000  
*Valor estimado de la acción =* 45,82

Elaborado: Marco Yépez Olmedo

**Tabla 57, Valor Estimado de Hoteles Decameron**

HOTELES DECAMERON ECUADOR S.A

	<u>2015 p</u>	<u>2016 p</u>	<u>2017 p</u>	<u>2018 p</u>	<u>2019 p</u>	<u>2020 p</u>	<u>Perpetuidad</u>
FLUJO DE EFECTIVO FINAL (FFO+FFC+FCT)	3.362.929	9.966.693	10.235.602	10.466.168	10.756.185	11.002.623	11.002.623
WACC	13,88%	13,88%	13,88%	13,88%	13,88%	13,88%	13,88%
Flujos de efectivo Descontados	2.953.111	7.685.553	6.931.057	6.223.516	5.616.534	5.045.084	51.239.110

Valor Presente de la Anualidad	51.239.110
Valor Presente de los Flujos de Efectivo	34.454.856
<b>Valor Estimado de la Empresa</b>	<b>85.693.966</b>

*Valor estimado de la acción = Valor de la empresa / Número de acciones*  
*Valor estimado de la acción =* 85.693.966 / 6.050.000  
*Valor estimado de la acción =* 14,16

Elaborado: Marco Yépez Olmedo

**Tabla 58, Valor Estimado de Hotel Colón**

HOTEL COLON INTERNACIONAL C.A

	<u>2015 p</u>	<u>2016 p</u>	<u>2017 p</u>	<u>2018 p</u>	<u>2019 p</u>	<u>2020 p</u>	<u>Perpetuidad</u>
FLUJO DE EFECTIVO FINAL (FFO+FFC+FCT)	5.470.378	3.361.898	3.593.111	3.888.775	4.182.642	4.484.256	4.484.256
WACC	13,17%	13,17%	13,17%	13,17%	13,17%	13,17%	13,17%
Flujos de efectivo Descontados	4.833.734	2.624.916	2.478.944	2.370.688	2.253.085	2.134.433	23.290.168

Valor Presente de la Anualidad	23.290.168
Valor Presente de los Flujos de Efectivo	16.695.799
<b>Valor Estimado de la Empresa</b>	<b>39.985.968</b>

*Valor estimado de la acción = Valor de la empresa / Número de acciones*  
*Valor estimado de la acción =* 39.985.968 / 24.510.000  
*Valor estimado de la acción =* 1,63

Elaborado: Marco Yépez Olmedo

## 4.5 Análisis de resultados

### 4.5.1 Comparación de los métodos aplicados

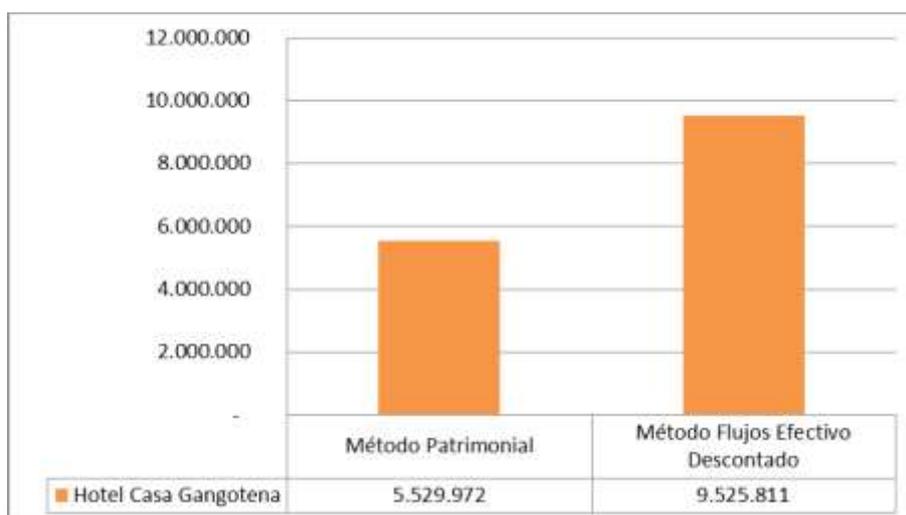
**Tabla 59, Comparación del Valor de las Empresas**

	Valor de la Empresa		Valor de la Acción		
	Método Patrimonial	Método Flujos Efectivo Descontado	Nominal	Método Patrimonial	Método Flujos Efectivo Descontado
<b>Casa Gangotena</b>	5.529.972	9.525.811	1,00	0,62	1,07
<b>Holliday</b>	5.115.770	22.907.799	1,00	10,23	45,82
<b>Decameron</b>	26.330.338	85.693.966	1,00	4,35	14,16
<b>Colón</b>	38.314.433	39.985.968	1,00	1,56	1,63

**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

En este resumen podemos observar los resultados de la valoración de las empresas por el método patrimonial y por flujos de efectivo descontado. En general hay un incremento entre el valor patrimonial y el valor de los flujos de efectivo; esto es debido a que a diferencia del primer método se consideran los flujos de fondos operativos, de capital y de capital de trabajo para determinar el flujo de efectivo el cual es descontado mediante una tasa. Un análisis de los resultados por cada empresa está a continuación.

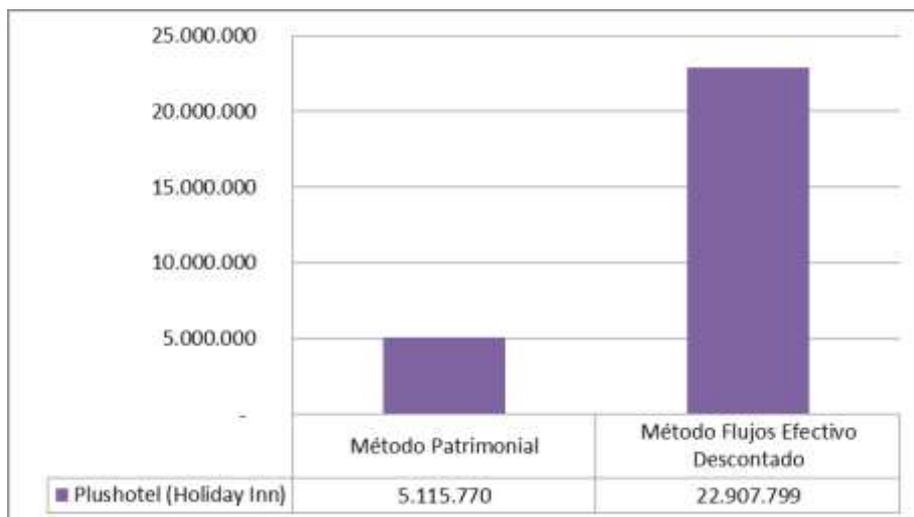
**Gráfico 32, Casa Gangotena, Comparación de la Valoración**



**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

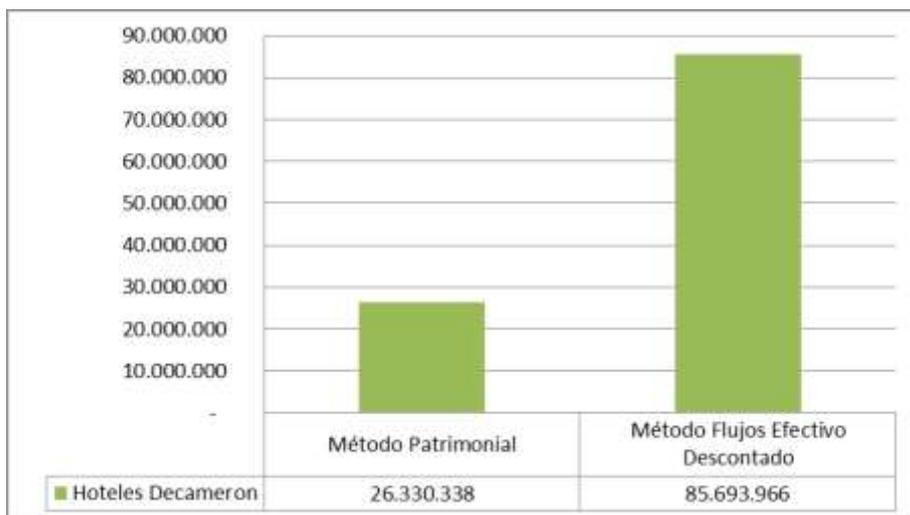
En el caso del Hotel Casa Gangotena S.A., el valor de la empresa por el método de flujos de efectivo descontado es un 72% mayor que el valor de la empresa por el método de valoración patrimonial; de acuerdo con el análisis de los estados financieros histórico y las notas, entiendo que la empresa está terminando su etapa preoperativa por lo que sus flujos de efectivo no representan todavía un monto importante para el inversionista.

**Gráfico 33, Plushotel (Holiday Inn), Comparación de la Valoración**



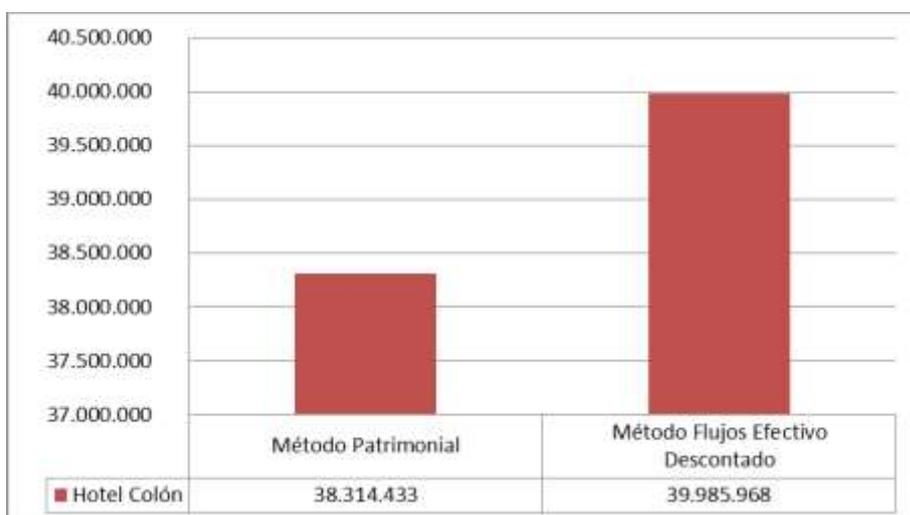
**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

Para el Hotel Plushotel S.A. (Holiday Inn) el escenario es mucho más favorable en comparación con los otros hoteles de la muestra; el valor de la empresa por el método de flujos de efectivo descontado es el 347% mayor que el valor de la empresa por el método patrimonial; el incremento radica principalmente en que la empresa presenta unos mejores flujos de efectivo debido a que el hotel ya pasó por etapa preoperativa y ya tiene posición en el mercado, sus costos y gastos son mucho más controlados y su inversión en propiedad, planta y equipo sólo corresponde a renovaciones regulares más no en compra de activos importantes.

**Gráfico 34, Hoteles Decameron, Comparación de la Valoración**

**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

En el Hotel Decameron (Hoteles Decameron Ecuador S.A.) encontramos de igual manera que el valor de la empresa por el método de flujos de efectivo descontado es un 225% mayor que el valor patrimonial; el incremento radica en los flujos de efectivo positivos que se proyectan desde el año 2015; considerando las perspectivas de crecimiento que el hotel ha estimado enfocado en el modelo “todo incluido” el cual aún no es explotado y ofertado en el sector hotelero apalancado en la presencia internacional.

**Gráfico 35, Hotel Colón, Comparación de las Valoraciones**

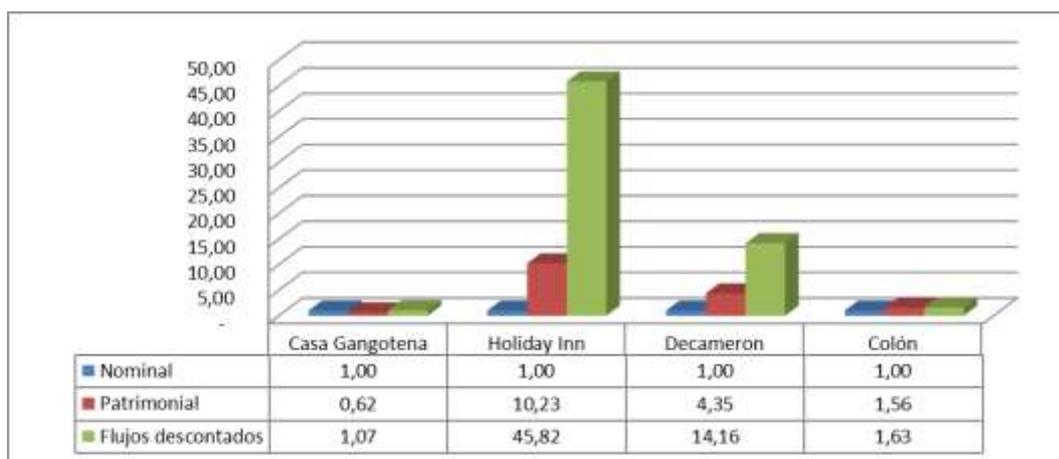
**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

El Hotel Colón Internacional S.A., es una empresa constituida en el año 1965 por lo cual tiene una presencia en el mercado bastante importante; sus activos y patrimonio han permanecido casi sin mayor variación; debido a esta característica el valor de la empresa por el método de flujos de efectivo descontado es únicamente 4% mayor al valor de la empresa por el método patrimonial.

#### 4.5.2 Método seleccionado para el sector

El método recomendado para realizar la valoración de empresas hoteleras, en el caso de entrar en un proceso de venta es el Método de Flujos de Efectivo Descontado; debido a que mediante este proceso se obtiene una estimación de los beneficios de rentabilidad que la empresa podría llegar a tener en el futuro.

**Gráfico 36, Comparación del Valor de las Acciones**



**Elaborado:** Marco Yépez Olmedo

En el gráfico precedente podemos distinguir la variación del precio de las acciones tanto nominal como el precio estimado por el método patrimonial y por el método de flujos de efectivo.

La utilización de la metodología de Valoración de Empresas mediante Flujos de Efectivo Descontados constituye el único método de valoración conceptualmente correcto, debido a que se considera a la empresa como un ente generador de flujos de efectivo y para obtener el valor de la empresa se calcula el valor actual de dichos flujos suponiendo una tasa de descuento, considerando que el valor de

las acciones de una empresa proviene de su capacidad para generar dinero (flujos) para los propietarios de las acciones.

La Valoración de Casa Gangotena, Plushotel (Holiday Inn), Hoteles Decameron y Hotel Colón; nos permite establecer que son empresas con un excelente y sólido desempeño financiero posicionadas favorablemente en el mercado y que pueden abrir sus capitales mediante la Oferta Pública de Acciones como estrategia de fortalecimiento empresarial.

Los resultados de este estudio le permiten al inversionista y accionista tener la seguridad de colocar sus recursos en empresas completamente estables y con proyección de crecimiento que le generará buenos retornos respecto de su inversión.

## CAPÍTULO V

### CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

#### 5.1 Conclusiones

- La demanda en el sector turístico continuará creciendo en el año 2015 en medida de que la situación económica mundial mejore; esto se verá positivamente por la caída del precio del petróleo lo que reducirá los costos de transporte impulsando el crecimiento económico y elevando el poder adquisitivo y la demanda en economías importadoras de petróleo; lo contrario podría tener efectos negativos en algunos países exportadores de petróleo que son mercados principalmente emisores de turismo.
  
- El sector económico relacionado con el turismo es uno de las principales prioridades en el cambio de la matriz productiva impulsada por el gobierno descrito en el Plan Nacional del Buen Vivir; se anuncian importantes inversiones turísticas para los próximos años puesto que existen muchas ventajas fiscales que son atractivas para el inversionista; es por eso que este estudio se basó en esa dinámica de inversión para el caso de empresas ya instaladas en mejorar su participación en el mercado mejorando sus servicios con nuevas inversiones.
  
- En el año 2014 el turismo creció considerablemente en el Ecuador, tomando cada vez más fuerza como eje para el desarrollo socio económico; existe un trabajo conjunto entre los sectores privados, públicos, académicos y comunitarios que han permitido que el sector turístico y sus relacionados se posicionen como la tercera fuente de ingresos no petroleros en el Ecuador.
  
- En esta investigación se describen y analizan los métodos de valoración de empresas, considero que el método fundamental y técnicamente más correcto es el método de flujos de efectivo descontado; es por esto que entendemos que el valor de una empresa depende del futuro y será necesario establecer las variables que componen los flujos de efectivo

tomando en consideración la tasa de actualización y otras variables de importancia relativa.

- En el método de valoración patrimonial se consideró que las partidas que conforman los estados financieros se encuentran reconocidos en su valor razonable; puesto que de acuerdo con lo estipulado en las notas a los estados financieros se menciona que son presentados bajo Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF); sin embargo al tratarse de información histórica de carácter estático, su aplicabilidad en la valoración de empresas es limitada.
- Se pudo determinar que el valor de la empresa Casa Gangotena por el método de flujos de efectivo descontado es un 72% mayor que el valor por el método patrimonial.
- Se pudo determinar que el valor de la empresa Plushotel (Holiday Inn) por el método de flujos de efectivo descontado es un 347% mayor que el valor por el método patrimonial.
- Se pudo determinar que el valor de la empresa Hoteles Decameron por el método de flujos de efectivo descontado es un 225% mayor que el valor por el método patrimonial.
- Se pudo determinar que el valor de la empresa Hotel Colón por el método de flujos de efectivo descontado es únicamente un 4% mayor al valor de por el método patrimonial.
- Con los datos obtenidos puedo aseverar que el sector turístico tiene un potencial importante para la inversión en el Ecuador, en base al conocimiento y aplicación de los métodos de valoración, abrir capitales mediante la oferta pública de acciones sería una herramienta importante en la búsqueda de rentabilidad por parte del inversionista y de obtención de recursos para el emisor es decir para la empresa con los cuales se pueden destinar a mejorar sus productos y servicios.

## 5.2 Recomendaciones

- Los resultados obtenidos en la valoración de las empresas mediante el método de flujos de efectivo descontado, resulta altamente atractiva para el inversionista puesto que el sector turístico en el Ecuador avizora crecimiento, inversión, estabilidad e incentivos tributarios en el mediano y largo plazos.
- La realización de este trabajo fue en base a información financiera histórica publicada por cada empresa en la Superintendencia de Compañías; para la información proyectada, se usaron ratios sustentados en la proyección de ventas; es recomendable buscar información adicional sobre la estructura detallada de costos y gastos y previsiones de activos, dicha información no se encuentra en los estados financieros.
- Recomiendo a las Bolsas de Valores estudiar y elaborar las *betas* de las diferentes ramas y actividades presentes en el Ecuador, en este estudio se utilizaron *betas* de empresas referenciales en Estados Unidos; pudiendo así tener un sesgo en los valores referenciales determinados para la realidad ecuatoriana.
- La metodología aplicada se puede ejecutar de forma inmediata no solo para las empresas objeto de este estudio sino a todas las entidades que se desenvuelven en el turismo, específicamente en la rama hotelera.
- El uso de la metodología propuesta en este estudio ayudará al inversionista para su toma de decisiones de colocación de recursos, como también será una herramienta importante para el emisor y poder abrir capitales y ofrecer acciones al mercado.

## BIBLIOGRAFÍA

### 6.1 FUENTES CONSULTADAS

#### 6.1.1 REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Alvarez Otero, S., & Yopez, M. (2008). Análisis de la eficiencia en la valoración. *REVISTA ESPAÑOLA DE FINANCIACIÓN*, 691.

Amat, O. (2002). *El EVA, Valor Económico Agregado*. Barcelona: Ediciones Gestión 2000.

Asociación de Bancos Privados del Ecuador. (2013). Evolución de la Banca Privada Ecuatoriana. *Boletín Informativo de la Asociación de Bancos Privados del Ecuador*.

Banco Central del Ecuador. (s.f.). Obtenido de [www.bce.fin.ec](http://www.bce.fin.ec)

Bolsa de Valores de Quito. (s.f.). Recuperado el 5 de Agosto de 2015, de <http://www.bolsadequito.info/inicio/conozca-el-mercado/el-mercado-de-valores/>

Cañibano, L. (1996). *Contabilidad, Análisis Contable de la Realidad Económica*. Madrid: Pirámide.

Casanovas, R. (2004). *Opciones financieras*. Madrid: Ediciones Pirámide.

Coordinación General de Estadística e Investigación, Ministerio de Turismo. (2015). Principales Indicadores de Turismo, Diciembre 2014. *Boletín 12*. Ecuador.

Fabregat, J. (2009). *Introducción a los Métodos de Valoración de Empresas*. Barcelona: Profit Editorial.

Falcó Montesinos, A., & González Sánchez, M. (2003). Valoración de Empresas Aplicación de la Teoría del Precio Libre de Arbitraje. *Economía industrial*, 351.

Fernández, P. (2005). *Guía rápida de valoración de empresas*.

Fernández, P. (2005). *Valoración de Empresas: Cómo medir riesgo y gestionar la creación de valor*. Barcelona: Gestión 2000.

Fernández, P. (Noviembre de 2008). Métodos de Valoración de Empresas. *Documento de Investigación*. España: Universidad de Navarra.

Fisher, I. (1999). *La Teoría del Interés, 1930* (Vol. Volumen 6 de Biblioteca de grandes economistas del siglo XX). (J. A. Aguirre, Trad.) Ediciones Aosta.

García, O. L. (2003). *Valoración de Empresas, Gerencia del Valor y EVA*. Meedllín: Digital Express Ltda.

IFRS Foundation. (2015). *Normas Internacionales de Información Financiera*. London: IFRS Foundation Publications Department.

- International Federation of Accountants. (s.f.). Obtenido de [www.ifac.org](http://www.ifac.org)
- Jaramillo, F. (2010). Valoración de Empresas. *F. Jaramillo Betancur, Valoración de Empresas*, 54.
- Jenkins, M. (2012). Metodos de Valoración de Empresas. *INCAE Business Review*.
- Koller, T., & Murrin, J. (1995). Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies.
- Lev, B. (2001). Intangible assets: measurement, drivers, usefulness. *Advances in the Measurement of Intangibles*. New York.
- Ley de Mercado de Valores. (20 de Mayo de 2014). Codificación de la Ley de Mercado de Valores. Ecuador.
- Li Bonilla, F. (2010). El Valor Económico Agregado (EVA) en el Valor del Negocio. *Universidad Estatal, Costa Rica*.
- López, F., & De Luna, W. (2001). La Lógica el Valor Económico: Elementos Clave. *Valoración de Empresas en la práctica*, 2-5.
- Manjarres Cuello, M. (2010). La Valoración de las Empresas. *La valoración de las empresas: consideraciones técnicas*, 2-6.
- Martínez, P. (2008). *Diccionario Práctico de Términos Económicos Financieros*. Quito: Kora Desing.
- Ministerio de Turismo. (2014). Feria Internacional de Turismo. *ITB Berlin*. Berlin.
- Ministerio de Turismo. (17 de Septiembre de 2014). *Ministerio de Turismo*. Recuperado el 28 de Enero de 2015, de <https://www.turismo.gob.ec/la-inversion-turistica-en-ecuador-se-fortalece/>
- Moyer, C. (2005). *Administración Financiera Contemporánea*. International Thomson Editores.
- Muñoz Benitez, H. (Julio de 2013). Los Beneficios de la Valoración de Empresas. *Boletín del Centro de Investigaciones Económicas, Universidad Tecnológica Equinoccial*(27), 6-7.
- Organización Mundial de Turismo. (2014). Barómetro del Turismo Mundial.
- Organización Mundial del Turismo. (2008). *Recomendaciones Internacionales para Estadísticas del Turismo*.
- Organización Mundial del Turismo. (2010). Turismo hacia 2030. Madrid, España.
- Organización Mundial del Turismo. (2015). UNWTO World Tourism Barometer 2014. Madrid, España.
- Ortiz Anaya, H. (2011). *Análisis Financiero Aplicado y Principios de Administración*. U. Externado de Colombia.
- Pere Viñolas, X. A. (2003). *Principios de Valoración de Empresas*. Bilbao: Ediciones Deusto.

- Pereyra Terra, M. (2008). *Valoración de Empresas, una revisión de los métodos actuales*. Uruguay: Universidad ORT Uruguay.
- Poveda Fuentes, F., & Iñiguez Sanchez, R. (2001). Medidas de Creación de Valor para los Accionistas: EVA vs Beneficios. *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 207-237.
- Reichart, C. (2001). *Hacia una superación del enfrentamiento entre los métodos cualitativos y cuantitativos*. España: Morata.
- Sabino, C. A. (1996). *El proceso de investigación*. Buenos Aires: Lumen/Hvmanitas.
- Sánchez, J. L. (1999). Nexos de unión de los modelos de Valoración. *V Jornada de Trabajo sobre Análisis Contable*. Cádiz.
- Secretaría Nacional de Planificación y Desarrollo. (s.f.). *Plan Nacional del Buen Vivir 2013-2017*. Ecuador.
- Sharpe, W. (1964). Capital Asset Prices - A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. *Journal of Finance*, 425-442.
- Spain Global Tourism Forum. (2014). Madrid.
- Van Horne, J., & Wachowicz, J. (2008). *Fundamentals of Financial Management*. Prentice Hall.
- Viiila, R. (2007). *Valoración de Empresas*. México: Mundi-Prensa.