



UNIVERSIDAD TÉCNICA PARTICULAR DE LOJA
La Universidad Católica de Loja

ÁREA ADMINISTRATIVA

TÍTULO DE MAGÍSTER EN GESTIÓN FINANCIERA

Método y valoración del patrimonio de las PYMES y su valoración en la industria hotelera de la ciudad de Quito, 2014-2016.

TRABAJO DE TITULACIÓN

AUTOR: Burneo Valdivieso, Patricio Domingo

DIRECTORA: Córdova Román, Carmen Raquel, Mgtr.

CENTRO UNIVERSITARIO QUITO

2018



Esta versión digital, ha sido acreditada bajo la licencia Creative Commons 4.0, CC BY-NY-SA: Reconocimiento-No comercial-Compartir igual; la cual permite copiar, distribuir y comunicar públicamente la obra, mientras se reconozca la autoría original, no se utilice con fines comerciales y se permiten obras derivadas, siempre que mantenga la misma licencia al ser divulgada. <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/deed.es>

Septiembre, 2018

APROBACIÓN DE LA DIRECTORA DEL TRABAJO DE TITULACIÓN

Mgtr.

Carmen Raquel Córdova Román

DOCENTE DE LA TITULACIÓN

De mi consideración:

El presente trabajo de titulación, denominado: Método y valoración del patrimonio de las PYMES y su valoración en la industria hotelera de la ciudad de Quito, 2014-2016, realizado por Burneo Valdivieso Patricio Domingo, ha sido orientado y revisado durante su ejecución, por cuanto se aprueba la presentación del mismo.

Loja, Febrero 2018

f).....

DECLARACIÓN DE AUTORÍA Y CESIÓN DE DERECHOS

“Yo Burneo Valdivieso Patricio Domingo declaro ser autor del presente trabajo de titulación: Método y valoración del patrimonio de las PYMES y su valoración en la industria hotelera de la ciudad de Quito, 2014-2016, de la titulación de Gestión Financiera, siendo la Mgtr. Carmen Raquel Córdova Román directora del presente trabajo; y eximo expresamente a la Universidad Técnica Particular de Loja y a sus representantes legales de posibles reclamos o acciones legales. Además certifico que las ideas, conceptos, procedimientos y resultados vertidos en el presente trabajo investigativo, son de mi exclusiva responsabilidad.

Adicionalmente declaro conocer y aceptar la disposición del Art. 88 del estatuto Orgánico de la Universidad Técnica Particular de Loja que en su parte pertinente textualmente dice: “Forman parte del patrimonio de la Universidad la propiedad intelectual de investigaciones, trabajos científicos o técnicos y tesis de grado o trabajos de titulación que se realicen con el apoyo financiero, académico o institucional (operativo) de la Universidad”.

f).....
Autor: Patricio Domingo Burneo Valdivieso
Cédula: 1102621974

DEDICATORIA

Este trabajo de titulación lo dejo en las manos de Dios, por seguir siendo mi guía junto a nuestra Mater.

A mis queridos padres, que han sido mis impulsores en cumplir nuevas metas y ser el ejemplo de cómo enfrentar los retos diarios como hijo, esposo, padre y profesional.

A mí amada esposa Patty, por su compañía, motivación y respaldo de siempre en las metas que me propongo.

A Doménica, mi querida hija, con quien llegamos a compartir escritorio en las horas de estudio, tú me motivas a cumplir este reto con la mayor dedicación.

AGRADECIMIENTO

A la Universidad Técnica Particular de Loja, en las personas de la maestría en gestión financiera, sus docentes y administrativos por haberme dado la oportunidad de cursar esta maestría y con ello ampliar conocimientos para cumplir con mi desempeño profesional y personal.

A la directora, Mgtr. Carmen Córdova Román, por su orientación profesional en el desarrollo de este trabajo de titulación.

A mis padres Patricio y Chochita, a mi esposa Patty y mi hija Doménica, a mis hermanas Florencia y Rita, a mi tía Minita, nuevamente Dios les pague por su apoyo de siempre.

A los compañeros de la maestría, gracias por el trabajo en equipo que a pesar de la distancia me permitieron solventar inquietudes y aprender de ustedes.

ÍNDICE DE CONTENIDOS

APROBACIÓN DE LA DIRECTORA DEL TRABAJO DE TITULACIÓN	ii
DECLARACIÓN DE AUTORÍA Y CESIÓN DE DERECHOS	iii
DEDICATORIA	iv
AGRADECIMIENTO	v
ÍNDICE DE CONTENIDOS	vi
ÍNDICE DE FIGURAS	viii
ÍNDICE DE TABLAS	viii
RESUMEN	1
ABSTRACT	2
INTRODUCCIÓN	3
SITUACIÓN DE LA INDUSTRIA TURÍSTICA	6
1.1 El Turismo en el Ecuador	7
1.2 La inversión en la industria turística en el Ecuador	8
1.3 Perspectivas de la industria hotelera del Ecuador	9
1.4 Perfil de las Pymes de la industria hotelera de Quito	12
1.5 Empresas hoteleras seleccionadas	16
VALORACIÓN DE EMPRESAS	17
2.1 Conceptualizaciones	18
2.1.1 Elementos básicos de la valoración	19
2.1.2 Objetivos de la valoración de empresas	20
2.1.3 Contexto de la valoración de empresas	21
2.2 Métodos de valoración de empresas	21
2.2.1 Métodos basados en el balance – valor patrimonial	24
2.2.1.1 Valor Contable	25
2.2.1.2 Valor Contable Ajustado VCA	25
2.2.1.3 Valor de liquidación	26
2.2.1.4 Valor sustancial	26
2.2.2 Métodos basados en los flujos	27
2.2.2.1 Flujos de utilidades descontadas (FUD)	27
2.2.2.2 Distribución de utilidades descontada (DDUD)	28
2.2.2.3 Flujo de fondos descontados (FFD)	28
2.2.2.4 Flujo de efectivo descontados (FED)	29
2.2.2.5 Flujo de caja libre	29

2.3	Metodología del proceso de valoración	30
2.3.1	Método del valor patrimonial.	30
2.3.2	Método de flujo de fondos descontados.	31
2.3.2.1	Los estados financieros.	31
2.3.2.1.1	<i>Estado de posición financiera</i>	32
2.3.2.1.2	<i>Estado de resultado integral.</i>	32
2.3.2.2	Proyección de los estados financieros.	32
2.3.2.2.1	<i>Proyección de estado de resultados.</i>	33
2.3.2.2.2	<i>Ingresos.</i>	33
2.3.2.2.3	<i>Costos y gastos.</i>	33
2.3.2.2.4	<i>Activos y pasivos.</i>	34
2.3.2.3	Costo de capital.	34
2.3.2.3.1	<i>Tasa pasiva.</i>	34
2.3.2.3.2	<i>Riesgo País.</i>	35
2.3.2.3.3	<i>Inflación.</i>	35
2.3.2.3.4	<i>Tasa activa.</i>	35
2.3.2.3.5	<i>Tasa libre de riesgo.</i>	35
2.3.2.3.6	<i>Riesgo del negocio.</i>	35
2.3.2.4	Cálculo de la tasa de descuento.	35
2.3.2.5	Valor de continuidad.	37
2.3.2.6	Determinación del flujo de caja libre.	37
2.4	Ventajas y desventajas de los métodos de valoración	39
RESULTADOS DE APLICACIÓN DE LOS MÉTODOS DE VALORACIÓN		41
3.1	Universo y muestra	42
3.1.1	Empresas hoteleras seleccionadas.	45
3.2	Estados financieros de los períodos 2014 – 2016	47
3.2.1	Estados de posición financiera.	47
3.2.3	Estados de resultados.	52
3.3	Aplicación del método de valoración patrimonial	55
3.3.2	Resultados del valor patrimonial.	60
3.4	Aplicación del método de flujo de efectivo descontado	61
3.4.1	Metodología.	61
3.4.2	Proyecciones financieras.	61
3.4.2.1	Supuestos de crecimiento.	61
3.4.3	Tasa de descuento.	73

3.4.4	Cálculo de la tasa de descuento.....	73
3.4.5	Valoración de las empresas.....	75
3.4.5.1	Valor residual.....	80
3.4.5.2	Valor presente de los flujos de efectivo.....	80
3.5	Análisis de los resultados.....	85
	CONCLUSIONES.....	89
	RECOMENDACIONES.....	90
	BIBLIOGRAFÍA.....	91

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1.	Movimiento de turistas extranjeros en el Ecuador 2000 - 2016	7
Figura 2.	Balanza turística del Ecuador 2015 -2016	8
Figura 3.	Distribución de alojamiento por tipo	10
Figura 4.	Tasa de ocupación hotelera Ecuador 2015 -2017	11
Figura 5.	Evolución de ocupación hotelera Ecuador 2015 -2017	11
Figura 6.	Llegadas de turistas al DMQ 2007 -2013.....	12
Figura 7.	Procedencia de turistas al DMQ 2013	13
Figura 8.	Distribución de gastos del turista del DMQ	14
Figura 9.	Capacidad hotelera por plazas y habitaciones del DMQ.....	14
Figura 10	Tasa de ocupación hotelera DMQ 2007 – 2013.....	15
Figura 11.	Tasa de ocupación - tarifa promedio y Rev Par del DMQ.....	15
Figura 12	Ingresos, costos, ganancias y pérdidas - Alojamientos 2014.....	43
Figura 13.	Valor patrimonial 2014 - 2016.....	60
Figura 14.	Valor intrínseco por acción, método basado en el balance 2014 -2016	60
Figura 15	Hotel Amaranta - comparación de valoración.....	86
Figura 16	Hotel Casa Gangotena - comparación de valoración	86
Figura 17	Hotel República - comparación de valoración	87
Figura 18	Hotel Río Amazonas - comparación de valoración	87

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1.	Indicadores Alojamiento Ecuador 2005	9
Tabla 2.	Métodos de valoración de empresas.....	22
Tabla 3.	Cuenta de Resultados Modelo	38
Tabla 4.	Estructura de flujo de caja libre	38
Tabla 5.	Listado de compañías hoteleras del D.M.Q.	44
Tabla 6.	Datos Amaranta Apart Hotel.....	45
Tabla 7.	Datos Hotel Casa Gangotena S.A.	46
Tabla 8.	Datos Hotel Amazonas Apartsuit S.A.....	46
Tabla 9.	Datos Hotel República - Inmobiliaria del Pozo Lemos Cía. Ltda.....	47
Tabla 10.	Estado de posición financiera, Hotel Amaranta 2014 2016	48
Tabla 11.	Estado de posición financiera, Hotel Casa Gangotena 2014 - 2016.....	49
Tabla 12.	Estado de posición financiera, Hotel República 2014 – 2016.....	50
Tabla 13.	Estado de posición financiera, Hotel Río Amazonas 2014 – 2016	51

Tabla 14. Estados de resultados, Hotel Amaranta 2014 – 2016	52
Tabla 15. Estado de resultados, Hotel Casa Gangotena 2014 - 2016.....	53
Tabla 16. Estados de Resultados, Hotel República 2014 -2016	54
Tabla 17. Estado de resultados, Hotel Río Amazonas 2014 - 2016.....	55
Tabla 18. Valor contable - valor patrimonial, Hotel Amaranta 2014 - 2016.....	56
Tabla 19. Valor contable - Valor patrimonial, Hotel Casa Gangotena 2014 - 2016	57
Tabla 20. Valor Contable - Valor Patrimonial, Hotel República 2014 - 2016	58
Tabla 21. Valor Contable - Valor Patrimonial, Hotel Río Amazonas 2014 -2016	59
Tabla 22. Tabla de tarifa de ocupación promedio y proyección 2009 - 2022	62
Tabla 23. Proyección de ingresos años 2017 -2022	63
Tabla 24. Porcentaje de costos y gastos	63
Tabla 25. Estados de Proyección Financiera Proyectado, Hotel Amaranta.....	65
Tabla 26. Estados de Resultados Proyectados, Hotel Amaranta	66
Tabla 27. Estados de Posición Financiera, Hotel Casa Gangotena.....	67
Tabla 28. Estados de Resultados Proyectados, Hotel Casa Gangotena	68
Tabla 29. Estados de Posición Financiera Proyectados, Hotel República	69
Tabla 30. Estados de Resultados Proyectados, Hotel República	70
Tabla 31. Estados de Posición Financiera Proyectados, Hotel Río Amazonas.....	71
Tabla 32. Estados de Resultados Proyectados, Hotel Río Amazonas	72
Tabla 33. Costo de la deuda de la empresa Kd.....	75
Tabla 34. Determinación del WACC por empresa.....	75
Tabla 35. Flujos de efectivo proyectados, Hotel Amaranta	76
Tabla 36. Flujos de Efectivo Proyectados, Hotel Casa Gangotena.....	77
Tabla 37. Flujos de Efectivos Proyectados, Hotel República	78
Tabla 38. Flujo de Efectivo Proyectado, Hotel Río Amazonas	79
Tabla 39. Valor presente de una anualidad, valor residual	80
Tabla 40. Valor Presente, Hotel Amaranta	81
Tabla 41. Valor Presente, Hotel Casa Gangotena.....	82
Tabla 42. Valor Presente, Hotel República	83
Tabla 43. Valor Presente, Hotel Río Amazonas	84
Tabla 44. Valor de las empresas comparado	85
Tabla 45. Valor de las Acciones Comparado	88

RESUMEN

El estudio propuesto sobre métodos de valoración a PYMES y su aplicación en empresas hoteleras de la ciudad de Quito tomando como referencia la situación financiera 2014 – 2016, permite conocer la situación patrimonial financiera de las empresas.

La valoración del patrimonio se la desarrolla bajo metodologías cuantitativas basadas en mediciones numéricas, proyecciones estadísticas y análisis de los resultados, que reflejan el comportamiento de las empresas en su operación pasada, actual y futura.

Se realizó la valoración bajo los métodos del valor patrimonial y de flujos de fondos descontados a cuatro empresas hoteleras de la ciudad de Quito, lo que permitió conocer la valuación al momento de la estimación y la situación en su proyección en el tiempo, considerando los costos de capital que afectan a la empresa.

De los resultados del estudio se destaca que tres de las empresas reflejan que sus acciones son de valor superior al valor nominal y tan solo uno pierde valor sus acciones. Mientras que al ser estimar el valor en el tiempo y considerando los efectos del costo de capital, tres de los hoteles pierden su valor respecto del valor contable al 2016.

PALABRAS CLAVES: Turismo, hoteles, PYMES, valoración, flujos de efectivo.

ABSTRACT

This study propose methods of value SMEs and their application in hotel companies in the city of Quito taking as reference the financial situation 2014-2016 allows to know the financial patrimonial of the companies.

The valuation of the patrimony is developed under as quantitative methodologies based on numerical measurements, statistical projections and analysis of results, which reflect the behavior of companies in their past, current and future operations.

The valuation was carried out under the equity and cash flow methods discounted to four hotel companies in the city of Quito, which allowed knowing the valuation at the time of the estimate and the situation in its projection over time, considering the costs of capital that affect the company.

From the results of the study it is highlighted that three of the companies reflect that their shares are worth more than the nominal value and only one loses its value. While when estimating the value over time and considering the effects of the cost of capital, three of the hotels lose their value with respect to the book value in 2016.

KEYWORDS: Turism, hotels, SMEs, valuation, cash flow

INTRODUCCIÓN

La valoración de empresas bajo los métodos existentes, se ha convertido en una herramienta de uso frecuente por propietarios, accionistas, inversionistas, instituciones financieras y demás personas u organizaciones que buscan determinar el valor de los negocios bajo el uso de metodologías según las define Jaramillo (2010) como clásicas o modernas y con resultados cercanos a la realidad de cada caso de estudio.

La industria turística a nivel internacional ha experimentado cambios significativos y de crecimiento constante hasta convertirse en un referente de la economía mundial y que para muchos países es de las principales fuente de ingresos económicos por la llegada de turistas internacionales y el movimiento del turismo interno.

Dentro del sector, la industria hotelera debe fortalecer sus proyectos de tal manera que puedan enfrentar los retos que la industria le plantea, en particular las PYMES tienen la posibilidad de ampliar sus inversiones, fusionarse, adquirir o vender negocios en marcha con perspectivas de crecimiento a través del aporte de nuevos inversores.

Por ello, las PYMES de la industria hotelera deberán conocer la información financiera de las mismas y que esta sea: actualizada, verás y que refleje alto sentido de credibilidad, que permita brindar cifras de base para la toma de decisiones de empresarios e inversionistas.

El objetivo que busca este trabajo es evaluar como los métodos y valoración del patrimonio de las PYMES incide en la valoración en la industria hotelera de la Ciudad de Quito, tomando como referencia la información financiera de los años 2014 – 2016.

Para el desarrollo del presente trabajo se evaluó la situación actual y futura de la industria turística mundial y local, profundizando en el estado en que se desarrolla la industria hotelera de la ciudad de Quito. De la revisión bibliográfica se consolidó la teoría respecto de la valoración patrimonial de empresas desde la perspectiva clásica y moderna: métodos, ventajas y desventajas de su aplicación.

Se tomó como referencia la información financiera de los años 2014 al 2016, de cuatro empresas de la industria hotelera de la ciudad de Quito consideradas PYMES, para determinar el valor patrimonial de cada una bajo los métodos del balance y de flujos de efectivos descontados. Esto permitió determinar cuál es el valor actual de las empresas estudiadas en relación a su pasado financiero y su proyección en el tiempo.

En el primer capítulo, se presenta una visión de la industria turística mundial y del Ecuador: evolución histórica, la situación actual, la infraestructura hotelera y la proyección a mediano y plazo. Sobre la infraestructura hotelera de la ciudad de Quito se destaca la demanda, la oferta e ingresos que generan.

En el segundo capítulo, se revisan los métodos de valoración de empresas tradicionales y modernas; identificando el origen de cada uno, su aplicación, resultados a obtener, así como las ventajas y desventajas al aplicar en los diversos casos. De los métodos considerados tradicionales se revisó en detalle el método patrimonial o del balance y de los métodos modernos el método de flujos de efectivo descontados los mismos que se utilizaron para aplicar en empresas hoteleras consideradas Pymes de la Ciudad de Quito.

En el tercer capítulo, de las empresas hoteleras registradas en el Distrito Metropolitano de Quito, se tomó la información financiera 2014 – 2016 de cuatro de ellas presentada a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros del Ecuador. Se consolidó los balances y estados de resultados para aplicar el método de valoración patrimonial o del balance. Se realizó la proyección de los estados financieros para la aplicación por el método modernos de flujos de efectivo descontados y determinar el valor presente neto de la empresa.

Para concluir el estudio, se presenta un análisis comparativo de los resultados obtenidos respecto del valor de cada empresa por los dos métodos propuestos, así como el valor nominal de las acciones de cada empresa comparada con los obtenidos por los métodos propuestos.

Con la aplicación de los métodos de valoración de empresas propuestos, se demuestra que pueden ser aplicables a empresas hoteleras de similares características. Inicialmente se propuso realizar la valoración solo bajo el método patrimonial, pero en el desarrollo de la tesis se consideró importante realizar una segunda aplicación bajo el método moderno que proyecta la situación financiera de la empresa en el tiempo. Esto permitió constatar que la valoración de las empresas varía al considerar datos históricos en relación a datos proyectados de la empresa.

De la industria turística se obtuvo información relevante como históricos del comportamiento de la industria nacional, local y principalmente de las empresas seleccionadas para el estudio. Lo que se complementó con la información estadística y financiera de las empresas, las mismas que permitieron la aplicación de los métodos de valoración propuestos. Se tomaron fuentes bibliográficas y documentales oficiales de la Superintendencia de Compañías del Ecuador, Ministerio de Turismo del Ecuador, Quito Turismo, Municipio de Quito y Organización Mundial de Turismo.

SITUACIÓN DE LA INDUSTRIA TURÍSTICA

1.1 El Turismo en el Ecuador

Ecuador, país privilegiado de América de Sur, con una extensión de 281.561 km² de los cuales 19% corresponden a áreas protegidas, está entre los 17 países mega diversos del planeta dividido por la línea ecuatorial, por lo que mundialmente se lo conoce por estar en la mitad del mundo, Ministerio de Turismo del Ecuador (2015). También está la región insular donde se encuentra la mayor atracción científica y turística del Ecuador, las Islas Galápagos.

La industria turística del Ecuador, según lo destaca Calderón (2014), pasó de generar 449 millones de dólares en ingresos en el 2002 a 1.251 millones de dólares en el 2013, esto debido a que el movimiento de visitantes internacionales al Ecuador creció en proporción al incremento mundial de viajes internacionales, pasando de 627.090 en el año 2000, a superar el millón de turistas extranjeros en el 2010, mientras que para el 2014 superó la barrera del 1.5 millones de visitantes extranjeros, como se refleja en la figura 1.

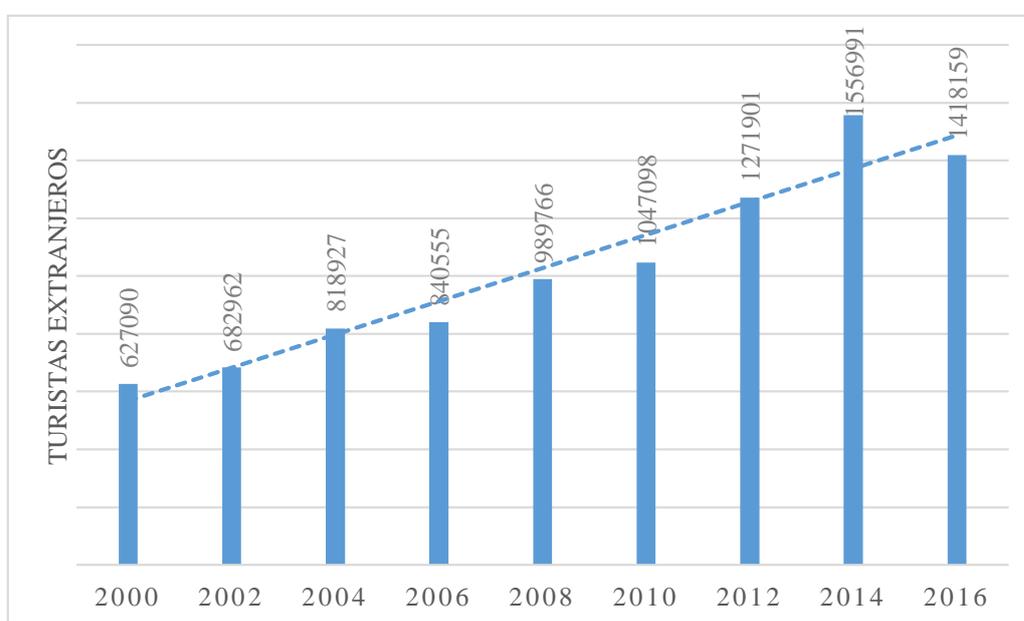


Figura 1. Movimiento de turistas extranjeros en el Ecuador 2000 - 2016

Fuente: Ministerio de Turismo del Ecuador – Anuario de Migración Internacional – INEC

Elaborado por: El autor

La industria turística del Ecuador se ha mantenido en la última década entre las cinco principales aportantes de ingresos no petroleros para el país. Los años 2015 y 2016 se posicionó detrás de las exportaciones del banano, plátano y del camarón. El turismo se colocó por delante de la exportación de otros derivados del mar, las flores y el cacao.

En relación a la balanza comercial, entre el turismo receptor y emisor la industria presenta saldo a favor en los últimos años, en el año 2015 fue de 427.9 millones mientras que el 2016

fue de 292 millones de dólares, según lo destaca el boletín publicado por Ministerio de Turismo del Ecuador y que toma como fuente al Banco Central del Ecuador el mismo que se refleja en la Figura 2.

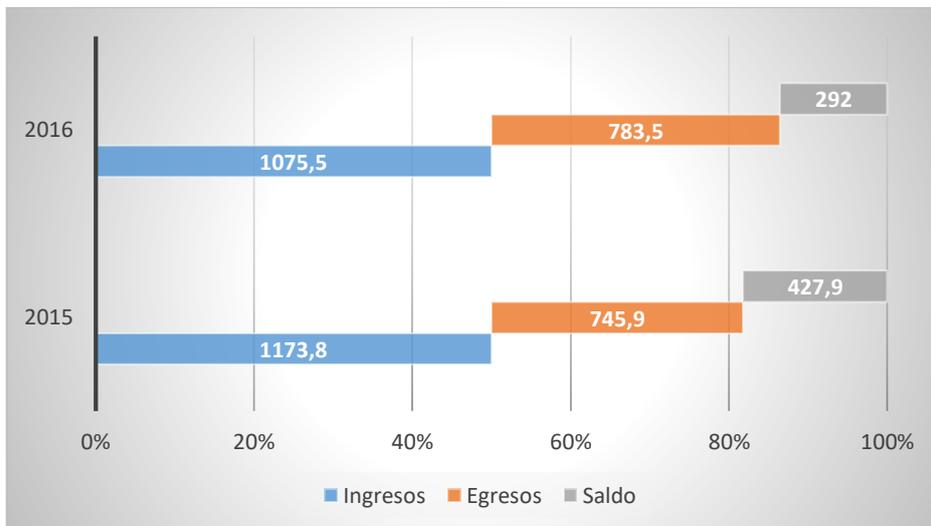


Figura 2. Balanza turística del Ecuador 2015 -2016

Fuente: Ministerio de Turismo del Ecuador – BCE

Elaborado por: El autor

1.2 La inversión en la industria turística en el Ecuador

Las inversiones en el sector turístico son desde el aporte del sector público en vías de acceso, suministro de agua y alcantarillado, sistemas de comunicación, señalización entre otros con el fin de atraer la inversión privada, como lo destacan Menoya, Torres y Gómez (2012).

La inversión turística en el Ecuador de la última década ha tenido especial relevancia y proyecta consolidarlo hasta el año 2017 con la ejecución de 30 proyectos turísticos con capitales provenientes de fuentes de inversores nacionales y extranjeros en un monto de 1,600 millones de dólares como lo destaca el Ministerio de Turismo del Ecuador (2015).

La inversión principalmente extranjera se la consigue a través del programa de atracción de inversiones en turismo impulsado por el Ministerio de Turismo del Ecuador, que busca posicionar al país como destino para invertir en turismo, en base a un clima de inversiones favorable y el acompañamiento de los organismos del estado desde que se presenta el interés por parte de los inversionistas hasta la puesta en marcha. Según el Ministerio de Turismo del Ecuador (2015).

1.3 Perspectivas de la industria hotelera del Ecuador

La industria hotelera como subsector del turismo abarca a “todos aquellos establecimientos que se dedican profesional y habitualmente a proporcionar alojamiento a las personas mediante precio, con o sin servicios de carácter complementario” (Mestres, 1999).

La hotelería destaca Mestres (1999) es una industria que pertenece al sector servicios y que se caracteriza por estar en constante innovación de sus productos y servicios así como por cubrir las necesidades y preferencias de los huéspedes. Sufre impactos en su operación de manera directa fruto de circunstancias económicas, políticas y sociales que se presenten ya sean los puntos de origen de los huéspedes o en el destino.

El diseño del plan estratégico de desarrollo del turismo sostenible para Ecuador “Plandetur 2020”, elaborado por el Ministerio de Turismo del Ecuador (2007), el país a diciembre 2005 reflejaba la siguiente realidad:

Tabla 1. Indicadores Alojamiento Ecuador 2005

Criterios destacados	
# establecimientos de alojamiento	2.888
# de habitaciones	55.920
# de plazas de alojamiento (capacidad de hospedaje)	125.883
# de empleos directos	21.588
Promedio habitaciones por establecimiento	19.4
Promedio plazas por establecimiento	43.6
Relación plazas por habitación	2.3 (ideal 1.7)
Relación plazas por empleo	5.8

Fuente: “Plandetur 2020” – Ministerio de Turismo del Ecuador
Elaborado por: El autor

Se destaca en la Tabla 1 que al año 2005 el Ecuador disponía de 2.888 alojamientos, en su gran mayoría considerados pequeños por su capacidad de hospedaje al disponer 19,4 habitaciones por cada establecimiento. Se destaca también la capacidad de empleo directo que la industria hotelera ofrece en los lugares donde se desarrolla es así que en el año 2005 el país ofrecía 21.588 plazas de empleo con una relación de que por cada plaza de hospedaje se ofrecen 5.8 plazas de empleo directo.

Los industria hotelera del país, de acuerdo al informe final del “Plandetur 2020” Ministerio de Turismo del Ecuador (2007), a diciembre 2005 por tipos de establecimientos se destacan los categorizados como residencias (24%), hostales residencias (20%) y pensiones (17%) que son establecimientos con menos de 30 habitaciones y con servicios limitados adicionales al hospedaje. Mientras que de la categoría hotel representaban el 11% de la oferta de hospedaje del Ecuador, como se destaca en la Figura 3.

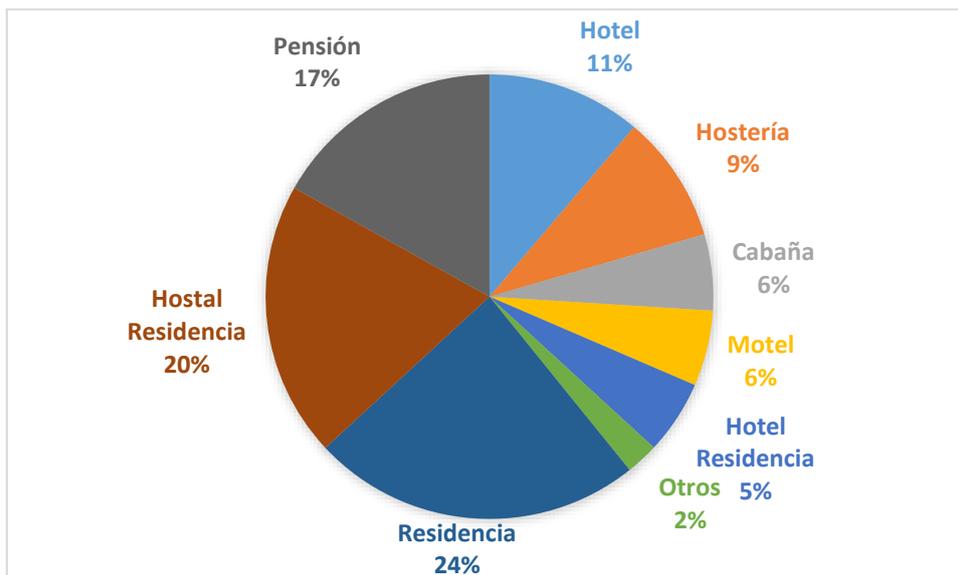


Figura 3. Distribución de alojamiento por tipo
 Fuente: "Plandetur 2020" – Ministerio de Turismo del Ecuador
 Elaborado por: El autor

Por categorías los establecimientos hoteleros de lujo representan el 0.9% los de primera categoría el 16,4%, mientras que el mayor porcentaje de establecimientos eran los categorizados como de tercer categoría con el 47,3%. Los alojamientos en su gran mayoría 70,5% cuentan entre 1 y 20 habitaciones, por lo que se concluye que la industria hotelera nacional está conformada por pequeñas y medianas empresas Pymes, de acuerdo a lo presentado por el Ministerio de Turismo del Ecuador (2007), en el "Plandetur 2020".

Al 2016 el Ecuador, cuenta aproximadamente con 4.500 establecimientos de alojamiento turístico de los cuales 27 son de lujo, el 85% de los establecimientos hoteleros son Pymes, que no disponen de desarrollo tecnológico acorde a las exigencias de la industria internacional, (Quisiguiña, 2016).

La ocupación hotelera o ratio de ocupación según Bayón & Martín (2004), es la tasa que refleja el número de habitaciones o plazas de alojamiento ocupadas o vendidas expresada en porcentaje; esta tasa tiene relación directa con la llegada de visitantes internacionales, complementada por la demanda del turismo interno que se moviliza por diversos motivos: vacaciones, trabajo, educación, etc. Otro factor que afecta a la tasa de ocupación es la apertura de nuevas plazas de hospedaje sea por ampliaciones de hoteles o por la construcción de nuevos hoteles en las ciudades.

Según el portal de indicadores de tarifas y ocupación del Ministerio de Turismo del Ecuador (2017), que toma una muestra de los establecimientos de alojamiento registrados en el Catastro Turístico, la ocupación de los establecimientos hoteleros de categoría primera a

enero 2015 fue del 51%, presentando tendencia a la baja, para el 2016 el promedio de ocupación fue de 40%. El mes de enero del 2017 se presentó la ocupación más baja de los dos últimos años 29% esto se refleja en la figura 4.

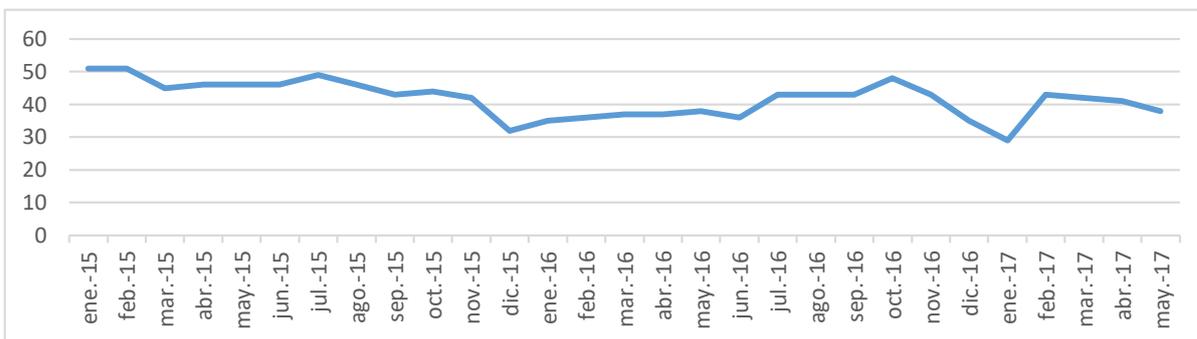


Figura 4. Tasa de ocupación hotelera Ecuador 2015 -2017

Fuente: Ministerio de Turismo del Ecuador

Elaborado por: El autor

Dos indicadores referente en la gestión de la industria turística son: la tarifa promedio por habitación conocida como ADR por sus siglas en inglés (Average Daily Rate) que son los ingresos medios por habitación vendida-noche y el REVPAR (Revenue Per Available Room) que refleja los ingresos promedio por habitación disponible. El Ministerio de Turismo del Ecuador (2017), en el portal refleja la evolución de estos indicadores desde enero 2015, los que se reflejan en la figura 5.

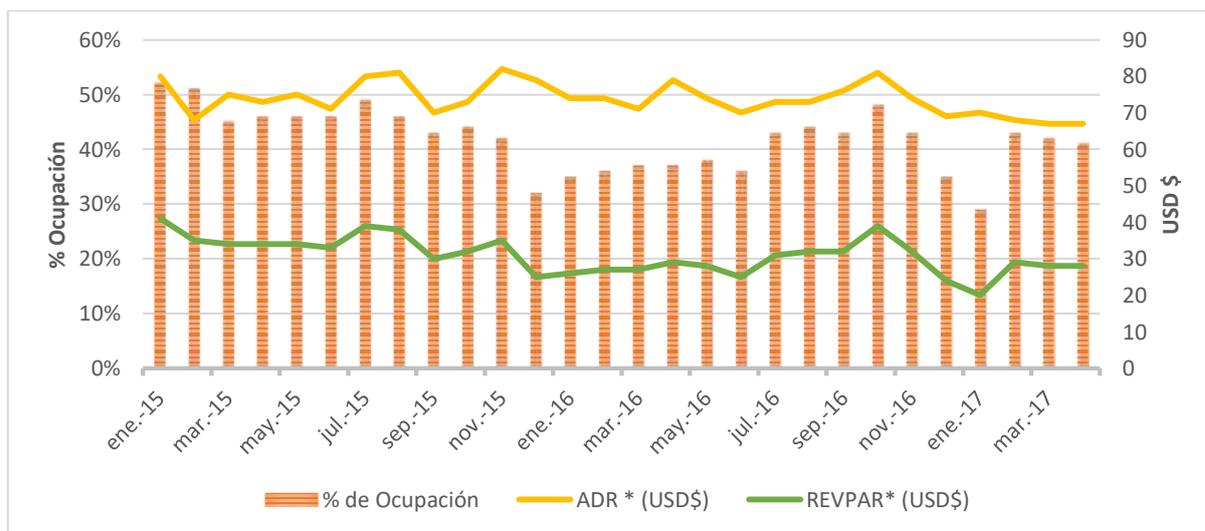


Figura 5. Evolución de ocupación hotelera Ecuador 2015 -2017

Fuente: Ministerio de Turismo Ecuador

Elaborado por: El autor

De la evolución de la ocupación hotelera 2015 – 2017 de la Figura 5 se destaca la fluctuación que sufrió la ocupación de los establecimientos hotelero en el país; los meses de enero y febrero 2015 fueron los últimos meses que la ocupación promedio superó el 50%, hecho que

contrasta con la ocupación de los mismos meses en los años 2016 y 2017 en que la ocupación registró índices del 30%.

La tasa de ocupación así como la tarifa promedio por habitación ocupada, son datos estadísticos que se reflejan en los ingresos de las empresas hoteleras, situación que repercute en los estados de resultados de pérdidas y ganancias.

1.4 Perfil de las Pymes de la industria hotelera de Quito

La ciudad de Quito, como capital del Ecuador es el principal puerto de entrada de visitantes internacionales al igual que es visita casi obligada para del turismo nacional, en tal virtud la infraestructura turística de la ciudad debe suplir la demanda del visitante tanto en capacidad, calidad y diversidad de costos.

La llegada de turistas a Quito ha mantenido un crecimiento desde el 2007, en el 2012 superó el medio millón de visitantes según el informe del Sistema Institucional de Indicadores Turísticos, Quito Turismo (2013), lo que se destaca en la figura 6.

Las proyecciones del organismo rector del turismo en la ciudad Quito Turismo (2013), estiman que para el año 2018 la llegada de turistas supere los 900 mil y para el año 2020 llegue al millón de visitantes en la ciudad.

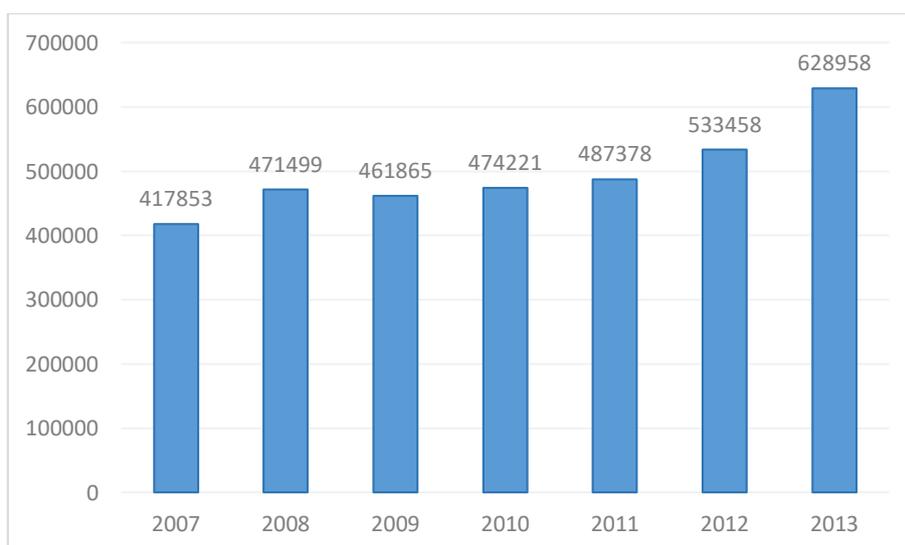


Figura 6. Llegadas de turistas al DMQ 2007 -2013

Fuente: Quito Turismo

Elaborado por: El autor

La procedencia de turistas al Distrito Metropolitano de Quito, como primer origen de los visitantes es de: Estados Unidos, Venezuela y Colombia, ciudadanos procedentes de otros países se destacan en la figura 7.

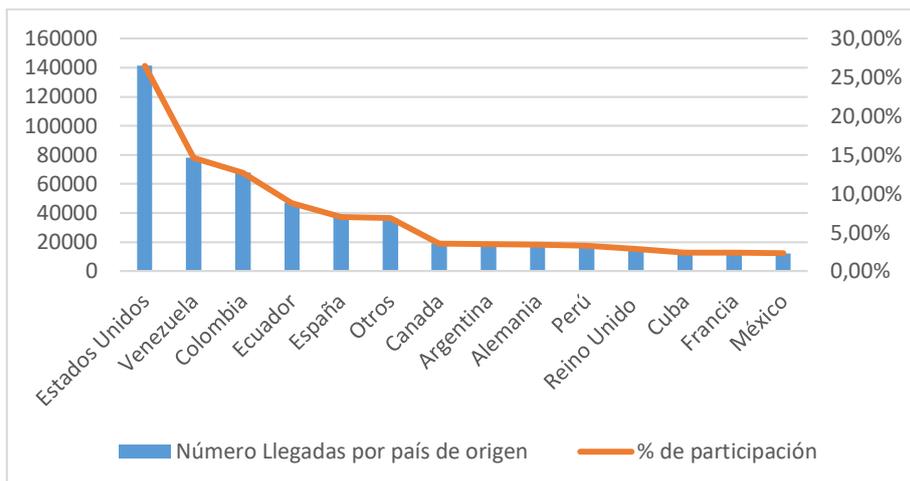


Figura 7. Procedencia de turistas al DMQ 2013

Fuente: Quito Turismo (2013)

Elaborado por: El autor

Los visitantes extranjeros a la ciudad de Quito, permanecen un promedio de 7,93 días, tiempo menor que en años anteriores, siguiendo la media internacional de reducir los tiempos de permanencia de los visitantes extranjeros en los destinos.

El gasto diario de los turistas en la ciudad de Quito fue de 65 dólares por persona y estancia, valor superior al de los años anteriores. Los ingresos por gastos turísticos que dejaron los visitantes en la ciudad fueron de 332 millones en el año 2013, valor superior en 12% respecto del año anterior según los datos publicados por Quito Turismo (2013).

De los ingresos que recibe la industria turística, en función del gasto que realiza el turista en su estancia en la ciudad de Quito se destacan en la figura 8, los dos principales alimentación y alojamiento, entre otros gastos están el transporte terrestre interprovincial, el alquiler de vehículos o servicios culturales, Quito Turismo (2013).

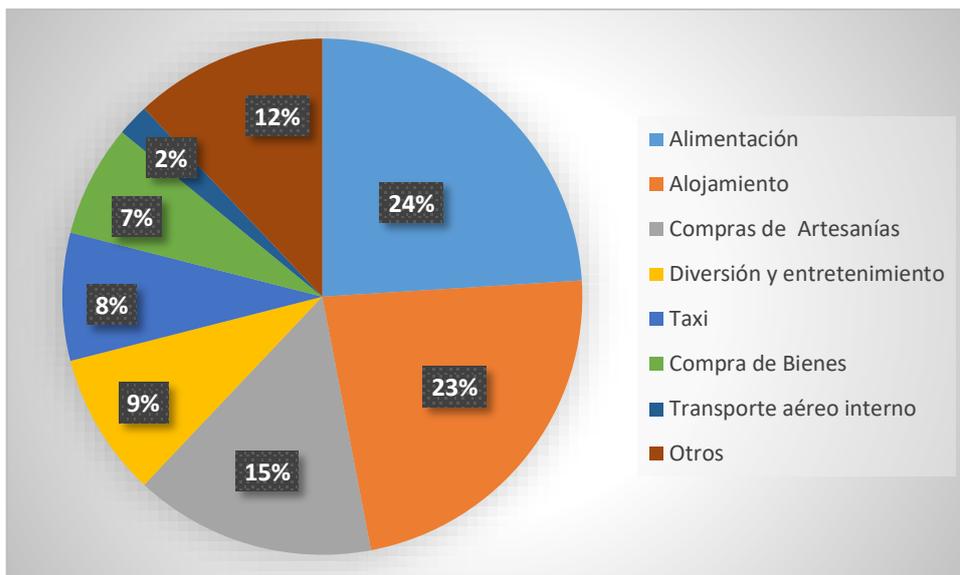


Figura 8. Distribución de gastos del turista del DMQ

Fuente: Quito Turismo (2013)

Elaborado por: El autor

Quito desde el 2008, como se puede constatar en la figura 9, ha incrementado su capacidad hotelera, las habitaciones para alojamientos están repartidas un 30,52% en hostales residencias, 24,06% en pensiones, 19,56% en hostales y el 9,34% en hoteles.

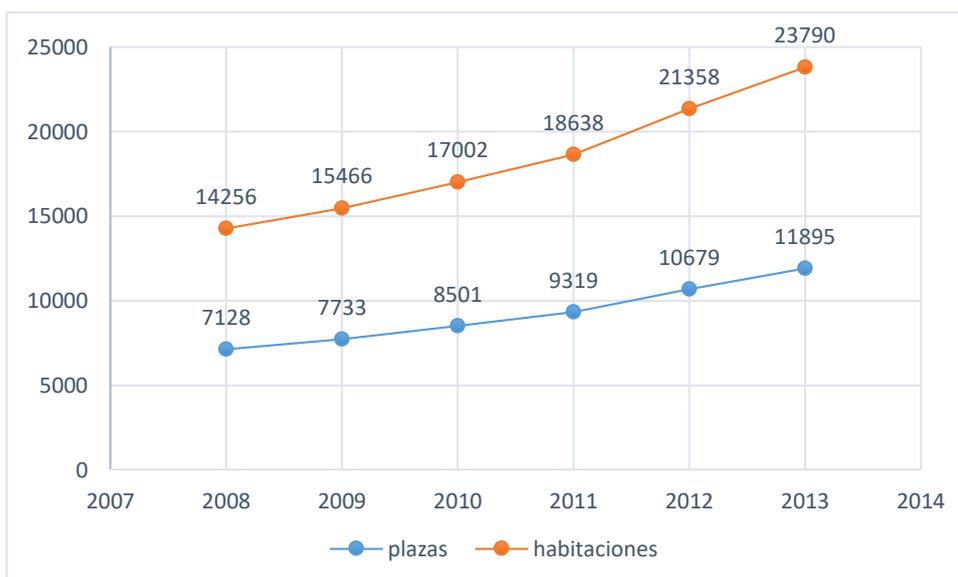


Figura 9. Capacidad hotelera por plazas y habitaciones del DMQ

Fuente: Quito Turismo (2013)

Elaborado: El autor

La ocupación hotelera de la ciudad de Quito en los últimos años ha tenido un comportamiento similar a la realidad nacional, de acuerdo al informe presentado por Quito Turismo (2013) del sistema institucional de indicadores turísticos, la tasa de ocupación hotelera del Distrito Metropolitano de Quito entre el año 2007 y el año 2013 tuvo una tendencia significativa de crecimiento como se refleja en la figura 10.

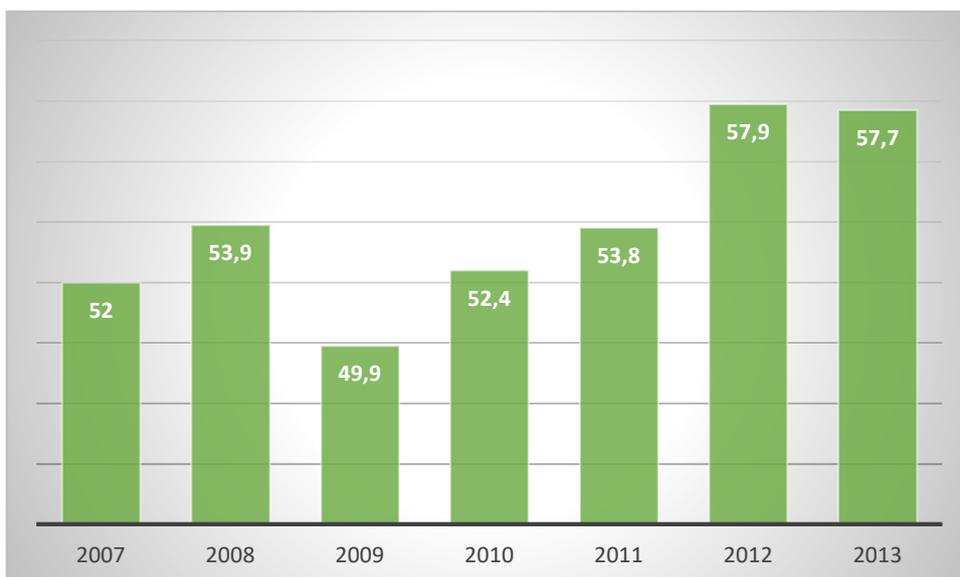


Figura 10 Tasa de ocupación hotelera DMQ 2007 – 2013

Fuente: Quito Turismo (2013)

Elaborado: El autor

La situación de la industria hotelera del Distrito Metropolitano de Quito más reciente se destaca en la figura 11, en enero 2015 la ocupación promedio de los establecimientos de primera categoría registraba el 59%, tarifa de 74 dólares y REVPAR de 44 dólares. Para el año 2016 la ocupación bajo a 43%, y tarifa de 78 dólares, mientras que el inicio del 2017 representó el de menor ocupación, no obstante la tendencia es a recuperar los niveles de ocupación y tarifa de los años precedentes, datos que se reflejan en el monitoreo mensual presentado por el Ministerio de Turismo del Ecuador (2017).

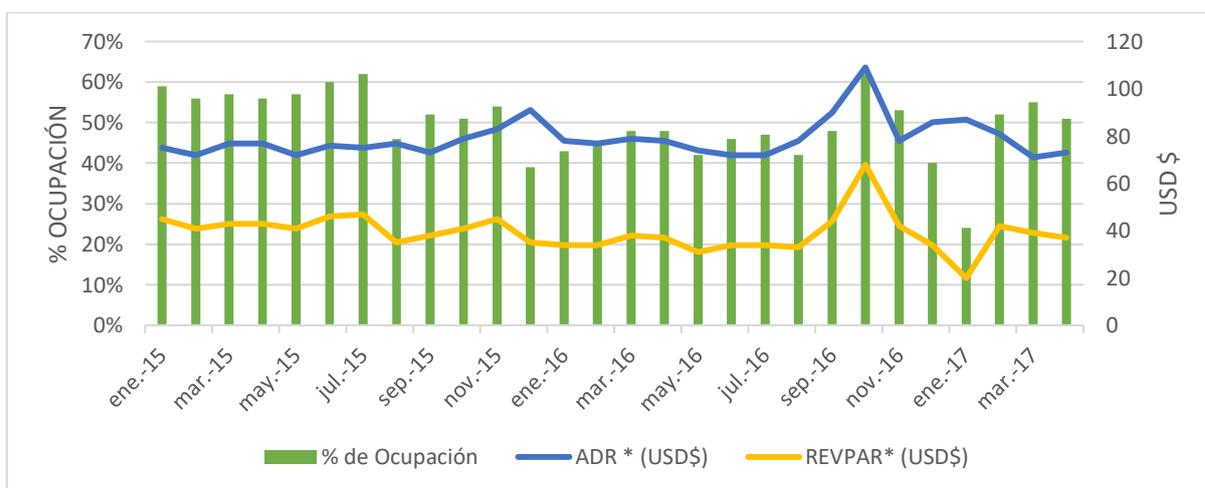


Figura 11. Tasa de ocupación - tarifa promedio y Rev Par del DMQ

Fuente: Ministerio de Turismo del Ecuador

Elaborado por: El autor

Según Meléndez (2015) en la revista gestión comenta que el desarrollo del sector del alojamiento turísticos se basa principalmente en el buen trabajo de las empresas nacionales entre las que se destacan en orden de importancia según el ranking de la Superintendencia

de Compañías 2013, el H.O.V. Hotelera Quito S.A., Hotel Colón Guayaquil S.A., Deli Internacional S.A., Hotel Colón Internacional S.A. y AmazonasHot S.A.

De acuerdo a las inversiones previstas en los próximos años se incorporarán marcas de cadenas internacionales de hoteles al mercado como Holiday Inn, Wyndham, Ibis, Eurobuilding, Swissotel, Marriott, Oro Verde, entre otros según el Ministerio de Turismo. No obstante entre los inversores hay preocupación para la inversión ya que es necesario que a nivel público se revisen las normativas como las salvaguardias, incentivos a la inversión, la tramitología.

1.5 Empresas hoteleras seleccionadas

Para el desarrollo de la presente tesis se ha considerado como referencia a cuatro establecimientos de la industria del hospedaje en el Distrito Metropolitano de Quito, como representación de lo que es la industria turística de la ciudad y el país.

Según la Empresa Pública Metropolitana de Gestión de Destino Turístico (2017), son 788 establecimientos registrados en el catastro del Distrito Metropolitano a inicios del 2017 que se encuentran agrupados en 13 categorías.

Del catastro de establecimientos registrados en el distrito metropolitano se consideró a establecimientos tipo hoteles de las categorías de tres a cinco estrellas, que tienen como razón social ser compañías anónimas o compañías limitadas y están inscritas en la Superintendencia de Compañías, Seguros y Valores del Ecuador como empresas activas y que han presentado los balances y estados de resultados financieros ante la institución de control entre el año 2014 al 2016.

Las empresas consideradas para el presente estudio de valoración son: Amaranta Apart Hotel, Hotel Casa Gangotena, Hotel República y Hotel Río Amazonas. Cada una de las empresas tiene características distintas pero se desempeñan dentro de un mercado y economía común como lo es la industria turística del Distrito Metropolitano de Quito.

VALORACIÓN DE EMPRESAS

2.1 Conceptualizaciones

El proceso de valoración de un activo tangible al criterio expresado por Vizcaíno & Yépez (2015), resulta ser una tarea difícil particularmente en empresas; sin embargo en el caso de los mercados bursátiles en los que las acciones están sujetas a transacciones de compra - venta resulta que la valoración de las mismas es más fácil.

Inversores que buscan oportunidades de negocio, accionistas-propietarios así como posibles vendedores requieren conocer el valor comercial de un negocio, según Jaramillo (2010), esta valoración puede tener diversas orientaciones:

- En procesos básicos para el diseño de estrategias organizativas (adquisiciones, fusiones, escisiones, planificación estratégica, inversiones, etc.).
- Como referencia para evaluar y remunerar directivos y empleados de la empresa.
- Como complemento para la evaluación de proyectos o
- Para medir el impacto de las diferentes políticas de la empresa en creación, transferencia y destrucción de valor.

Por valor de la empresa según Oriol y Campa (2011), se entiende el valor real de la totalidad de las acciones que integran su capital social, mientras que para Jaramillo (2010) constituye una aproximación objetiva al precio de los bienes ya que a partir de criterios de valoración subjetivos se llega a la aceptación de una valoración objetiva. Por su parte Yépez y Vizcaíno (2015), citan a Koller y Murrin (1995) quienes definen que “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”.

La industria hotelera tiene particularidades que hacen que al momento de valorar se deban considerar dos claros aspectos como lo destacan Casanovas y Santandreu (2009):

- El primero hace referencia a la valoración del edificio y el inmovilizado que permite realizar la explotación del negocio,
- El segundo aspecto es la valoración del negocio, entendido como aquellos aspectos aparte de los tangibles que añaden valor al negocio como tal.

Sin dejar de considerar aspectos relativos a la gestión y explotación de los establecimientos que tiene diversos modelos como son el disponer de un bien inmueble del que se busca una rentabilidad mientras que el negocio de alojamiento está a cargo de una empresa

especializada o la segunda y común entre las PYMES comprende que ambas actividades son desarrolladas por la misma gestora como lo destacan Casanovas y Santandreu (2009).

El proceso de valoración de empresas según Yépez y Vizcaíno (2015) se lo consigue mediante:

- La estimación de un intervalo de valor razonable en función de sus recursos propios,
- La actual situación que está atravesando la empresa al momento de la valoración y
- Del método utilizado para la estimación;

El valor que se determine no será una cifra única pero si se convierte en un referente técnico para estimar su valor.

2.1.1 Elementos básicos de la valoración.

Ante un proceso de valoración de una empresa es preciso que previa a la decisión del método por el que se determine el valor del activo, se establezca cuál es el fin que se persigue con la valoración, tipología de empresa, características y estado real en la que se encuentra la empresa en estudio. Destaca Narváez (2009) para valorar correctamente una empresa, se debe conocer previamente sus interioridades, analizar toda la información del sector en la que compite, su posición relativa (fortalezas y oportunidades), sus planes de futuro, etc., estos elementos son fundamentales para la correcta selección del método de valoración.

Jaramillo (2010), expresa que es importante definir con claridad cuál es la infraestructura para alcanzar el nivel de objetividad que del estudio se espera y por ello establece como importantes al menos que los principales elementos a considerarse sean:

- **La construcción del entorno y las características internas de la empresa**, que incluya variables de diversos tipos y que cubra aspectos económicos, políticos, sociales, culturales e industriales, entre otros. Algunos de estas variables ya fueron tratados en el capítulo anterior, en el que se analizó la situación actual de la industria turística del país y en particular de sector hotelero de la ciudad de Quito.
- **La proyección de los estados financieros**, se realiza con el fin de obtener mayor claridad sobre la valoración, lo mismos que incluyen: los estados de resultados, balance general, cambios en la situación financiera y el estado de presupuesto de efectivo. En el presente estudio se trabajará en base a la información publicada por la Superintendencia de Compañías del Ecuador, de cuatro empresas hoteleras de la ciudad de Quito consideradas por esta institución como PYMES.
- **El período de la valoración**, se considera como criterio que cubre tres niveles:

- **Período base:** es la especificación del tiempo o momento en que se hace la valoración. Esto determina que se debe establecer una fecha actual o de un pasado reciente a fin de que no exista riesgo de afectar a la valoración. En el presente estudio se tomarán los años 2014 - 2016.
- **Período de pronóstico:** ubicado en el segundo nivel de la valoración y posiblemente el más importante, podría resultar subjetivo o que involucre elementos que permitan alcanzar niveles de objetividad elevados. En esta fase se debe considerar: el tipo de empresa, sector al que pertenece, trayectoria en el mercado, tecnología aplicada en el negocio y el peso de los intangibles.
- **Período continuo:** El tercer nivel es aquel que se establece como secuencia en el tiempo, inicia el siguiente año posterior al último del período de pronóstico, en el que se aplica el concepto de continuidad del negocio, ya que como en la gran mayoría de empresas el horizonte de vida no está previamente determinado por el contrario es indefinido.

2.1.2 Objetivos de la valoración de empresas.

Como ya se ha establecido en los conceptos de valoración de empresas, este tiene varios objetivos que están ligados al fin que el usuario tenga de este procedimiento, así es el caso que Fueyo citando a Siu (2001), describe que los objetivos de valoración de empresas pueden ser de carácter interno y/o externo, destacando entre los de mayor importancia:

- necesidad de los accionistas de conocer el valor de su patrimonio,
- analizar la situación ante posibles: venta, fusión o adquisición,
- oportunidades de alianzas estratégicas y/o asociaciones,
- incremento de capital de accionistas o nuevos accionistas,
- evaluación del desempeño de la administración,
- posibilidades de cotizar en el mercado bursátil,
- determinar la capacidad de endeudamiento,
- negociaciones con instituciones financieras,
- determinar políticas de dividendos o
- herencias y legados.

Las razones desde el ámbito financiero para la valoración de una empresa son diversas y es importante que quien realice la valoración conozca el objeto por el que se lleva a cabo el mismo y de esa manera determinar el método más preciso para la valoración de la empresa.

2.1.3 Contexto de la valoración de empresas.

La valoración de las empresas se la puede ver desde perspectivas diversas es así que Fueyo, en su tesis doctoral establece que la valoración se la podría realizar desde la perspectiva: económica, legal o netamente profesional.

El contexto que lleva a los interesados a valorar la empresas según Álvarez, García, & Borraez (2006), son diversos pudiendo ser por conflictos legales, aprovechar oportunidades de mercado o realizar cambios estructurales en el ámbito interno.

Jaramillo (2010), por su parte establece que la orientación que se dé a la valoración de empresas está relacionada al uso que de esta se realice. Es de suma importancia que se comprenda las herramientas financieras que se disponen para una correcta toma de decisiones en las diversas circunstancias en que la empresa se le presente y que sus usuarios conozcan y le den la importancia que representa para su gestión.

2.2 Métodos de valoración de empresas

De acuerdo a Jaramillo (2010), para la valoración de negocios se puede recurrir a dos grupos básicos de métodos según se los ha clasificado, el primero de ellos considera como base a los insumos obtenidos de las operaciones de la empresa mientras que el segundo grupo toma como insumos elementos de la información financiera. Esta clasificación también se la conoce como métodos tradicionales y métodos modernos.

Los métodos conceptualmente “correctos” para valorar empresas con expectativas futuras según Fernández (2016), son aquellos basados en el descuento de flujos, los cuales consideran a la empresa como un generador de flujos por lo que sus acciones y su deuda son valorables como otros activos financieros.

Fernández (2008), establece que los métodos de valoración se pueden clasificar en seis grupos, los tres primeros pertenecen al método tradicional, mientras que los siguientes tres son los considerados métodos modernos de valoración:

Tabla 2. Métodos de valoración de empresas

PRINCIPALES MÉTODOS DE VALORACIÓN					
BALANCE	CUENTA DE RESULTADOS	MIXTOS (GOODWILL)	DESCUENTO DE FLUJOS	CREACIÓN DE VALOR	OPCIONES
Valor contable. Valor contable ajustado. Valor de liquidación. Valor sustancial. Activo neto real.	Múltiplos de Beneficio: PER. Ventas. EBITDA. Otros Múltiplos.	Clásicos Unión de expertos Contables Europeos Renta Abreviada Otros	Free cash flow. Cash flow acciones. Dividendos. Capital cash flow. APV.	EVA. Beneficio económico. Cash value added. CFROI.	Black y Scholes. Opción de invertir. Ampliar el proyecto. Aplazar la inversión. Usos alternativos.

Fuente: Pablo Fernández (2008)

Elaborado por: El autor

Del primer grupo, los métodos basados en el balance buscan valorar la empresa en base a la estimación de su patrimonio, lo que implica que esta valoración nace de los balances lo que sería el estado de sus activos. Este método lo destaca Jaramillo (2010), permite valorar a la empresa desde una perspectiva estática, esto se interpreta que no tiene en cuenta la visión a futuro, el valor del dinero en el tiempo, ni aspectos relacionados que afectan al valor mismo de la empresa como: la situación del sector, problemas de recursos, organización, innovación, entre otros que no están reflejados en los estados financieros de la empresa.

El segundo grupo determinado por Fernández (2008), de los métodos basados en la cuenta de resultados (múltiplos), buscan determinar el valor de la empresa a través de los beneficios, de las ventas o de otro indicador. Estos métodos resultan más dinámicos en relación a los primeros, ya que los estados de resultados de una empresa reflejan los hechos contables que afectan a la empresa durante un período según lo destaca Pereyra (2008). Los métodos principales basados en los estados de resultados son: PER, dividendos, ventas, EBITDA y otros múltiplos.

El tercer grupo, de los métodos mixtos, basados en el fondo de comercio o *goodwill*, determinan el valor que tiene la empresa sobre su valor contable o por encima del valor contable ajustado, refiere Fernández (2008) que estos métodos buscan representar el valor de elementos inmateriales de la empresa, algunos de los cuales no se reflejan en el balance general de la empresa, pero que respecto de otras empresas del sector aportan una ventaja

pudiendo ser: calidad de cartera de clientes, liderazgo en el sector, marca, alianzas estratégicas, etc.

Jaramillo (2010) destaca que los métodos mixtos buscan establecer un nexo entre la contabilidad financiera y el análisis financiero con resultados forzados y discutibles, por lo que el rigor técnico de los mismos sea variable y en ciertos casos muy limitados. Entre los métodos mixtos se destacan: el clásico, unión de expertos contables europeos, renta abreviada, anglosajón, entre otros.

Los siguientes tres grupos de métodos de valoración establecidos son considerados por Jaramillo (2010) como métodos modernos, mismos que reflejan diferencias fundamentales respecto a los tradicionales. Estos tres grupos son los métodos: basados en flujos o descuento de flujos, creación de valor y los basados en opciones. Estos métodos tienen características importantes tales como:

- Están basados en flujos, consideran la variación de ciertas partidas del balance general y los datos básicos del estado de resultados,
- Tiene en cuenta el valor del dinero en el tiempo, ya que trabajan con distintos conceptos de tasas de interés que actualizan los flujos de caja,
- Utilizan criterios dinámicos, utilizando información histórica de varios años para identificar comportamientos y con ello realizar proyecciones,
- Hace uso de datos financieros y no netamente contables,
- Presenta cierto grado de dificultad, ya que utilizan técnicas que logren una estimación objetiva y
- La justificación de los resultados obtenidos es fácil debido a la metodología aplicada.

De los métodos modernos, el primer grupo es el método basado en flujos o descuento de flujos, buscan determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero (cash flow) que la organización generará en el futuro inmediato, para descontarlo con la rentabilidad exigida en función del riesgo que tengan los flujos, según lo determina Fernández (2016). Son métodos más dinámicos y con menos debilidades que los tradicionales.

En estos métodos se consideran: flujos de utilidades, flujos de dividendos, flujos de fondos, flujos de efectivo, flujos de caja libre y flujos de utilidad económica. Es importante determinar el período de pronóstico, la tasa de costo de capital y el valor continuo según lo destaca Jaramillo (2010).

El quinto grupo, el segundo de los métodos modernos son los de creación de valor, Jaramillo (2010) refiere que estos métodos están orientados a medir cómo ocurre la generación de valor en la empresa en favor de sus propietarios, empleados, clientes, proveedores, el estado y en especial para la misma organización. Estos métodos buscan la manera de crear valor a la empresa, los métodos que analizan la creación de valor son: utilidad económica, el EVA, el valor de caja agregado (CVA), el retorno de la inversión con base en flujos de caja (CFROI) y el valor de mercado agregado.

El último grupo de métodos de valoración, hace referencia a los métodos basados en opciones como una alternativa de inversión y/o financiación o como un instrumento de cobertura. Estos métodos requieren de la comprensión de los conceptos de opciones financieras y su valoración como mecanismo alternativo de valoración de las empresas. El adecuado manejo de estos conceptos y su aplicabilidad en las empresas permitirá valorar la importancia de estos métodos al relacionar las opciones y la valoración, resalta Jaramillo (2010). El uso de la teoría de opciones en la valoración es de suma importancia en razón de:

- Las herramientas adecuadas para valorar ciertos activos o pasivos financieros de difícil medición a través de métodos tradicionales y modernos de valoración.
- La gestión empresarial permite medir como un activo tiene la capacidad de alternativas (opciones) para la toma de decisiones.
- La teoría de opciones es una alternativa al cálculo del valor presente neto como método de valoración de empresas.

2.2.1 Métodos basados en el balance – valor patrimonial.

Los métodos basados en el balance también conocidos como métodos del valor patrimonial, son métodos que tradicionalmente han sido utilizados para valorar a las empresas y lo que buscan es establecer el valor de la empresa a través del valor de su patrimonio a partir del balance general de un período de tiempo.

Jaramillo (2010), destaca que la valoración de la empresa bajo los métodos del valor patrimonial establecen el valor de la organización desde una perspectiva estática que no considera el valor en la evolución de la empresa en el tiempo, al igual que no estima factores externos como: la situación del sector, la gestión de los recursos humanos, de la organización, la innovación, contratos entre otros que no se reflejan en los balances de la empresa.

Dentro del grupo de métodos basados en el balance se encuentran los métodos: valor en libros, valor contable (valor intrínseco), valor contable ajustado, valor de mercado y valor de liquidación.

2.2.1.1 Valor Contable.

También denominado valor en libros, patrimonio neto o fondos propios de la empresa por Fernández (2008), representa el valor de los recursos propios que figuran en el balance que incluye capital y reserva. Representa el total de bienes y derechos de la empresa sobre el total de las deudas con terceros. El valor del activo se lo determina con los criterios contables, de la misma manera que se establece el pasivo. Una vez determinado el patrimonio neto se divide para el número de acciones en circulación.

Este método presenta ciertas limitaciones, destacadas por Jaramillo (2010):

- **La tecnología:** La innovación tecnológica puede hacer que determinados bienes sigan reflejados en libros cuando ya están obsoletos de acuerdo al punto de vista del uso.
- **Control del ambiente:** No está contemplado en los estados financieros y puede restringir el uso de este método.
- **La inflación:** Produce efectos contraproducentes sobre la información financiera. La no inclusión de este factor afecta a la objetividad de los resultados de la valoración.

El valor contable tiene el problema que la contabilidad no refleja la historia de la empresa a diferencia del valor de las acciones depende de las expectativas que tiene la empresa en el mercado, por lo que difícilmente el valor contable coincide con el valor de mercado.

$$VI = \frac{\text{Valor Patrimonial Neto}}{\text{Nro. de Acciones en circulación}}$$

2.2.1.2 Valor Contable Ajustado VCA.

La aplicación del método de valor contable ajustado también conocido como valor del activo neto real por parte de Fernández (2008), tiene la finalidad de evitar el inconveniente que representa la aplicación de una valoración exclusivamente contable, no obstante resulta parcial.

Este método es válido en casos de conocer las referencias en el mercado sobre los activos como de los pasivos. Los valores de mercado pueden determinarse por valores de reposición o por valores de realización.

Jaramillo (2010) establece, que el valor de reposición expresa al valor de los activos y pasivos a un precio nuevo, estos precios actualizados permiten identificar de mejor manera el valor patrimonial de la empresa ya que considera precios de activos y pasivos próximos a los del mercado, obteniendo el valor contable ajustado que se convierte en el valor patrimonial. El

valor de reposición representaría lo que constaría remplazar los activos de la empresa en el momento actual por activos a precios al momento de su valoración.

En este método por ejemplo se podrán ajustar: cuentas por cobrar por efecto de las cuentas que se consideren incobrables, los inventarios que se revaloricen al valor de mercado o al descontar partidas obsoletas, o la revalorización de los activos fijos a valores presentes como sería el caso de terrenos, edificios, maquinaria, etc. Así también podría revalorizarse las deudas con proveedores, bancos y las de largo plazo.

2.2.1.3 Valor de liquidación.

Este método del balance, se lo aplica en casos de empresas que se encuentren en proceso de liquidación, se cierren las operaciones o este próximo a su finalización, este método establece Fernández (2008) se da en caso de que se vendan los activos y se cancelen sus deudas.

Determina Jaramillo (2010), que el método más adecuado para procesos de liquidación es el análisis individual de cada uno de los activos y aplicar a cada uno un adecuado criterio de valoración. El total será la suma de los activos incluyendo los intangibles, menos los pasivos traídos a valor presente.

Las desventajas de este método es que la empresa continúa en marcha cuando no lo es. La fórmula para determinar el valor patrimonial bajo el método de valor de liquidación es:

$VP = \text{Valor presente de los flujos de caja libre} + \text{Valor presente del valor continuo} + \text{valor presente de los activos no operacionales} - \text{deuda (especialmente financiera)}$.

2.2.1.4 Valor sustancial.

El valor sustancial es el que representa la inversión que se debería llevar a cabo para una empresa en las mismas condiciones a la que se valora la empresa. Fernández (2008), lo define a este método como el de valor de reposición de los activos, bajo la suposición de la continuidad de la empresa, contrario al valor de liquidación. No incluyen aquellos bienes que no sirven para la explotación por ejemplo terrenos no utilizados, participaciones en otras empresas, etc.

El método del valor sustancia se puede distinguir tres clases:

- Valor sustancial bruto: es el valor del activo a precio de mercado.

- Valor sustancial neto o activo neto correctivo: es el valor sustancial bruto menos el pasivo exigible. Se lo conoce también como patrimonio neto ajustado.
- Valor sustancial bruto reducido: es el valor sustancial bruto reducido sólo por el valor de la deuda sin coste.

2.2.2 Métodos basados en los flujos.

Los métodos basados en los flujos de fondos (cash flow), como ya se lo mencionó están dentro de los considerados métodos modernos de valoración y están constituidos por criterios que presentan menos debilidades respecto de los métodos tradicionales.

Los flujos, expresa Jaramillo (2010), son los movimientos que se da en las partidas del balance general y/o combinados con las del estado de resultados, que se puedan prever en el futuro por el ejercicio de la empresa, descontados a una tasa apropiada según el riesgo que tengan los flujos. Es por ello que este método para valorar empresas Fernández (2008) lo considera como el único método conceptualmente correcto, ya que la empresa es una institución generadora de flujos de fondos.

Los criterios de valoración basados en flujos por parte de Jaramillo (2010) son de: utilidades, efectivo, caja libre, utilidad económica. Para la aplicación en la valoración de cualquiera de los métodos basados en flujos se deberá definir un período de pronóstico, la tasa de costo de capital y con ello el valor continuo.

La determinación de la tasa de descuento, lo plantea Fernández (2008) es fundamental y para ello se debe tomar en cuenta el riesgo la volatilidad histórica y en cada caso el tipo de descuento determinado por los interesados sean compradores o vendedores.

2.2.2.1 Flujos de utilidades descontadas (FUD).

Este método consiste en proyectar los estados financieros por medio de utilidades netas a un número de períodos establecidos, para luego traerlos a un valor presente en base a una tasa de descuento previamente establecida aplicando la siguiente ecuación:

$$V_0 = \sum_{j=1}^N \frac{FUD_j}{(1+k)^j}$$

Donde:

V_0 = Valor a calcular

FUD_j = Utilidades proyectadas, para $j = 1, n$

K = Tasa de descuento o tasa de costo promedio ponderado de capital

J = Período de tiempo, para j = 1, n

Este método de valoración es de fácil aplicación. Pero tiene limitaciones, de acuerdo a Jaramillo (2010), al determinar utilidades en un período de pronóstico que no son estrictamente flujos de caja, lo que implica que se pueda aplicar en empresas con operaciones al contado y con certeza al momento de calcular las utilidades.

2.2.2.2 Distribución de utilidades descontada (DDUD).

Método conocido como de distribución de utilidades y se lo aplica en sociedades por acciones, pero que para Jaramillo (2010) puede ser aplicado en cualquier empresa. Para su aplicación se debe partir de dos supuestos:

- Las utilidades que la empresa sea capaz de generar.
- La política de distribución de las utilidades establecida.

Los criterios establecidos por Jaramillo (2010) en la valoración en base a los dividendos pueden ser: en base al comportamiento histórico, dividendos descontados y un precio futuro, dividendos a tasa de crecimiento constante, entre otros.

2.2.2.3 Flujo de fondos descontados (FFD).

Los flujos de fondos son evidencias de cambios en todos los niveles de la estructura financiera: activos, pasivos y patrimonio de la empresa. Es el caso como lo ilustra Jaramillo (2010), que en situaciones de que se beneficie de un préstamo en efectivo este representa un movimiento de dinero, pero si se afecta al estado de resultados con la amortización del préstamo este también es un recurso pero que no implica movimiento de dinero. Esta acción genera un gasto que disminuye impuestos lo que genera una disminución en el desembolso de dinero.

Para la determinación de valor de la empresa lo que se práctica es una proyección de los flujos de fondos, que se descuentan al momento de la valoración a una tasa de costo de capital, para lo que Jaramillo (2010) propone aplicar la siguiente ecuación.

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+k)^t}$$

Donde:

Po: Valor a calcular

Ft: Flujo de fondos netos proyectados para $t = 1, n$

K: Tasa de costo promedio ponderado de capital

N: Período de pronóstico y continuo.

El método en base a flujos descontado es un método muy adecuado para la valoración, no obstante como lo destaca Jaramillo (2010) el flujo de fondos no es igual que flujo de caja ya que solo se considera recursos y no efectivo en los movimientos.

2.2.2.4 Flujo de efectivo descontados (FED).

Este modelo se destaca por que reflejan las variaciones de efectivo fruto de cambios producidos en diversas partidas del estado de resultados y del balance general. La metodología es similar al método de flujo de fondos descontados revisado anteriormente. Jaramillo (2010) establece que el movimiento de flujos de efectivo en: actividades de operación, de inversión y de financiación.

Este método de valoración por flujos de efectivo tiene limitaciones tales como que en el estado de resultados se reflejen efectivos de actividades no operacionales o que no se considere los activos no corrientes de tipo operacional. Pero como lo aclara Jaramillo (2010) estos aspectos son controlables realizando los ajustes necesarios.

2.2.2.5 Flujo de caja libre.

Este método de valoración tiene características similares al de flujo de efectivo descontado, considerando que el cálculo se lo hace en base a los flujos de caja en lo operacional y no incluye los no operacionales de acuerdo a lo planteado por Jaramillo (2010). El flujo de caja es el resultado de todas las actividades de la empresa en especial operacionales. Al igual que los métodos previos el flujo neto se lo trae a valor presente.

El flujo de caja libre, cash flow o flujo de fondos libres es el que establece el dinero que queda disponible para la empresa después de cubrir las necesidades de reinversión en activos fijos y en necesidades operativas de fondos, se considera el supuesto de que no existen deudas por lo que no existen cargas financieras según Fernández (2008).

Entre las ventajas que presenta es que permite calcular directamente el flujo de caja disponible para propietarios y terceros, pero conservas las desventajas de los métodos anteriores por ser un método de actualización. Este método es uno de los que se acerca a la realidad de la empresa en cuanto a su real capacidad. Según Jaramillo (2010), se pueden aplicar varios

modelos ya sean basados en la información financiera como en la construcción de modelos matemáticos.

La determinación del flujo de caja libre en base a la información financiera, lo explica Jaramillo (2010), se determina tomando de base el balance general y el estado de resultados pudiendo ser por el método directo que consiste en convertir cada partida del estado de resultados que se encuentra expresada por causación a términos de efectivo, para luego separar los flujos de caja libre y los flujos del valor continuo y de esa manera establecer la actualización.

Por su parte dice Jaramillo (2010), el método indirecto parte de la utilidad operacional y se hacen las conversiones a efectivo de los elementos del estado de resultados en lo que respecta a la parte operacional.

2.3 Metodología del proceso de valoración

2.3.1 Método del valor patrimonial.

Como lo destaca Jaramillo (2010), el valor contable o el valor patrimonial de una empresa es el resultado de la diferencia entre los activos y las obligaciones que mantiene la empresa que forman parte del pasivo y que se reflejan en el balance general. Por lo tanto el valor contable o patrimonial neto de una empresa es el valor de los recursos propios o patrimonio del balance, y se lo determina aplicando la siguiente fórmula:

$$\text{Valor Contable} = \text{Activo Total} - \text{Pasivo Total}$$

Para determinar el valor contable o patrimonial de cada acción de la empresa, se considera al valor contable o patrimonio neto de la empresa y se divide para el número de acciones en circulación de la empresa, con lo que se obtiene el valor patrimonial de cada acción según la situación del balance general de la empresa a una fecha determinada.

Se aplica la siguiente fórmula:

$$\text{Valor por acción} = \text{Valor Contable (patrimonio neto)} / \text{Número de acciones en circulación}$$

Para la aplicación de este método se debe considerar los estados financieros consolidados de los balances históricos de la empresa.

2.3.2 Método de flujo de fondos descontados.

Este método propuesto consiste en determinar cuál es el valor de la empresa estimando el cash flow futuro que se genere para luego descontarlo a una tasa apropiada de riesgos que puedan tener los flujos de acuerdo a lo que establece Fernández (2008).

Este método considera que la empresa estará en marcha por lo que considera su valor en base a los flujos futuros y estima un valor residual a un año determinado y con ello determinar el valor presente o actual a la tasa de descuento aplicada.

La fórmula que Fernández (2008) propone aplicar para el método basado en el descuento de flujos se resume en la siguiente:

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

Donde:

CF = Flujo de fondos generados por la empresa en el período

VR = Valor Residual de la empresa en el año n

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

Una vez determinado el valor presente neto en base a los flujos de efectivo descontados se procede a establecer el valor por acción que se encuentra en circulación a la fecha de la valoración, dividiendo el valor presente de la empresa para el número de acciones.

Valor por acción = Valor presente de la empresa + valor residual / Número de acciones

Para determinar el flujo de fondos descontados es necesario partir de una proyección de los estados financieros de la empresa, determinar el valor residual y la tasa de riesgo con la que determinar el valor presente de la empresa, para ello es necesario establecer los siguientes pasos que se detallan en cada ítem a continuación.

2.3.2.1 Los estados financieros.

Según los estados financieros que son la información básica con la que se procede a la valoración de las empresas está constituida por el balance general, el estado de resultados o cuentas de ganancias o pérdidas, estados de cambios en la posición financiera, los mismos que se presentan como un estado de flujo de efectivo o de flujo de fondos según lo detalla IFAC (2002). El objetivo de los estados financieros es presentar información confiable,

comprensible y comparable para que sea utilizada en diferentes circunstancias sea de uso interna o externa de empresa.

2.3.2.1.1 Estado de posición financiera.

Refieren Vizcaíno & Yépez (2015), que el estados de posición financiera es un informe en el que se presentan las partidas de activos, pasivos y patrimonio estableciendo cuál es la posición de la empresa en un determinado tiempo. También se lo conoce como estado de situación financiera.

2.3.2.1.2 Estado de resultado integral.

También conocido como estado de pérdidas o ganancias, según Vizcaíno & Yépez (2015) estos evidencian los efectos de las operaciones de una empresa y su resultado sea que ha generado ganancias o pérdidas, lo que se refleja en un incremento o disminución del patrimonio. El estado de resultados expresa los ingresos, costos y gastos que se presentan en la empresa dentro de un período de tiempo.

2.3.2.2 Proyección de los estados financieros.

Para la proyección de los estados financieros según refiere Vélez Pareja & Dávila, existen dos modelos: causales y de series de tiempo. Los modelos causales que buscan relación causa y efecto entre diferentes variables o la de series de tiempo la cual requiere encontrar posibles valores que asumirá una determinada variable. Todo ello en base a información histórica de la empresa, la misma que servirá para predecir el futuro o para suponer que el comportamiento histórico se mantendrá hacia el futuro.

La información financiera de la empresa a ser valorada es fundamental para ser utilizada en el ejercicio de proyección de los estados entre los que destacan Vélez Pareja & Dávila: volúmenes y precios de venta, costos actuales, incremento en precios y volúmenes de venta, elasticidad de la demanda, montos de gastos por partida, cantidad y valor de los activos, inflación, montos de tasas de interés, disponibilidad de crédito, etc.

Entro otros elementos importantes para la realización de las proyecciones financieras de las empresas según Vélez Pareja & Dávila, se deben definir metas y/o políticas sobre depreciaciones, gestión y mantenimiento de inventarios, recuperación de cartera, pago a proveedores, inversiones, utilidades, etc.

Según lo establece Fornero, la secuencia que se debe aplicar para proyectar los estados financieros inicia con los pronósticos de ventas y costos, la proyección de saldos de crédito en ventas, bienes de cambio y cuentas por pagar que afecta a los activos y pasivos variables.

Se deberá proyectar las deudas e inversiones financieras según el vencimiento. Considerando las tasas de interés (activa y pasiva) se deben proyectar los intereses. Según Fornero, una vez proyectada la inversión en bienes y según la política de dividendos se determinan los totales patrimoniales.

2.3.2.2.1 Proyección de estado de resultados.

La proyección de los estados de resultados de una empresa y en el caso de estudio de empresas hoteleras en operación según lo refiere Llacho & Jara (2016), tiene que considerarse algunos criterios: se debe basar en estimaciones objetivas considerando variables posibles de lograr, debe ser flexible lo que significa que las estimaciones puedan ser modificadas en los supuestos iniciales, deberá considerar la opción y participación de los involucrados en la actividad comercial hotelera y debe estimarse para un período específico.

2.3.2.2.2 Ingresos.

El presupuesto o proyección de ingresos comprende los futuros ingresos que prevé obtener la empresa en base a sus operaciones principalmente de ventas de servicios en este caso de cada institución hotelera de estudio, estos ingresos deben incluir las ventas en efectivo o al contado y las de crédito, según lo destaca Llacho & Jara (2016). Adicional se deberá incluir los presupuestos de otros ingresos operaciones eventuales.

La industria hotelera relaciona sus ingresos principalmente por los generados por el grado de ocupación de sus habitaciones y su proyección en el tiempo combinada con la tarifa promedio por habitación ocupada que cada empresa. En las proyecciones de ingresos de cada hotel estos dos factores se reflejan del comportamiento de la demanda turística en la ciudad o país donde se encuentra.

2.3.2.2.3 Costos y gastos.

El presupuesto proyectado de costos incluye según lo refiere Llacho & Jara (2016) las compras de mercadería, materia prima, suministros, entre otros que requiere la empresa para sus operaciones sean a crédito u al contado. Por lo que el presupuesto de costos está directamente relacionado con el presupuesto de ventas.

La proyección del presupuesto de gastos incluye los gastos relacionados con sueldos, salarios y honorarios del personal requerido para la operación y prestación del servicio brindado por la empresa, se podrá elaborar según lo destaca Llacho & Jara (2016) a partir de una planilla de remuneraciones sobre la información del personal requerido, salarios, beneficios laborales entre otros que afectan al gasto laboral.

Se debe considerar en el presupuesto proyectado de gastos los que la empresa incurra en gastos administrativos y otros gastos de venas propios del negocio como: servicios básicos, bienes de consumo inmediato, seguros, etc.

2.3.2.2.4 *Activos y pasivos.*

Para la proyección de los balances de las empresas existen varios métodos, de ellos se tomará en cuenta el método de juicio que estima de manera aproximada los valores de ciertas cuentas. En el caso de las cuentas de activos considera una relación con las ventas. En el caso de la cuenta de propiedad planta y equipo se considera una depreciación anual constante. En el caso de las cuentas del patrimonio, se considera la acumulación de utilidades. Si es el caso de requerir financiamiento externo se utiliza la cuenta de ajustes.

2.3.2.3 *Costo de capital.*

El costo de capital o tasa de descuento según Jaramillo (2010), es aquella tasa que se aplica para equiparar o igualar el valor presente de los fondos netos recibidos por la empresa con el valor presente de los futuros desembolsos, a este término también se lo conoce como costo de capital o costos promedio ponderado de capital que por sus siglas en inglés se lo conoce como WACC (*weighted average cost of capital*).

Se debe considerar para calcular la tasa de descuento o WACC de una empresa dos aspectos decisivos según lo destaca Hernández (2014), primeramente la prima de riesgos en función de la rentabilidad esperada por los accionistas y en relación al sector en que se desenvuelven y la determinación de los costos de la deuda a los que se pueda financiar.

Según Ortiz Hoyos (2001), existen varias formas para obtener el costo de capital, pudiendo ser el método operativo, el de contribución financiera, el beta apalancado y el que más se suele utilizar es el WACC.

Para poder llegar a determinar el costo de capital o WACC se determina una tasa promedio ponderada de todas las deudas financieras de la empresa, ponderada con respecto al monto de los créditos. Como destaca Ortiz Hoyos (2001), se deberá considerar al determinar la tasa efectiva del costo de cada crédito que se descuenta el escudo fiscal que tiene derecho ya que la empresa podrá descontarse de los gastos financieros para el pago de impuestos.

2.3.2.3.1 *Tasa pasiva.*

Representa la tasa de interés que paga una institución bancaria a quien deposita dinero mediante los instrumentos bancarios disponibles en el mercado. La tasa pasiva en procesos

de valoración tiene importancia en toma de decisiones de compra de acciones de empresas o activos financieros que rindan igual o superior a la tasa pasiva.

2.3.2.3.2 Riesgo País.

Según el Banco Central del Ecuador (2017), el riesgo país se lo expresa como un índice o margen de rentabilidad sobre la tasa implícita en bonos del tesoro de los Estados Unidos. Es el riesgo inherente a operaciones transnacionales entre dos países.

2.3.2.3.3 Inflación.

La inflación se la determina a través del índice de precios al consumidor, a partir de una canasta de bienes y servicios entre consumidores de estratos medios y bajos, según lo definido por Banco Central del Ecuador (2017).

2.3.2.3.4 Tasa activa.

Es la tasa de interés que cobran las instituciones bancarias cobran por los diversos tipos de servicios de crédito bancarios a los usuarios. La tasa activa referencial según el Banco Central del Ecuador (2017) corresponde al segmento comercial prioritario corporativo.

2.3.2.3.5 Tasa libre de riesgo.

Es la rentabilidad que se obtendría de una inversión segura, se puede considerar inversión segura a la adquisición de letras, bonos, obligaciones emitidos por el estado. Se toma como referencia la tasa pasiva del Banco Central de Ecuador más la tasa de prima de riesgos referida de la industria hotelera.

2.3.2.3.6 Riesgo del negocio.

Representa el riesgo que se deriva de las pérdidas de posición de mercado, la posición de negocio, frente al resto del mercado en que se desenvuelve, según lo dice Asociación Española para la Calidad (s.f.), también representa a una circunstancia que pueda repercutir en un impacto negativo sobre el funcionamiento o la rentabilidad de la empresa. De acuerdo a Damodaran (2017), el Beta para la industria hotelera es de 0,96.

2.3.2.4 Cálculo de la tasa de descuento.

En el cálculo de la tasa de descuento se debe considerar tres enfoques: los activos de la compañía que hace referencia a la tasa que se utiliza para descontar el flujo de caja esperado, desde los pasivos para determinar el costo económico para la compañía por atraer capital y desde la inversión que estima el retorno que la empresa espera al invertir en deuda o

patrimonio. Para determinar el costo de capital se utiliza la siguiente ecuación planteada por Vizcaíno & Yépez (2015).

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

Para poder aplicar la ecuación primeramente debemos calcular el costo de la deuda de la empresa (KD) y el costo de capital propio de la empresa (KE), para lo que se aplica los siguientes criterios.

El costo de capital propio de la empresa se lo estima a través del modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). El modelo permite la verificación de las inversiones que tiene un mayor retorno y considera la existencia lineal entre el riesgo y la rentabilidad financiera de los activos, según lo propone Santana (2013) se debe aplicar la siguiente ecuación:

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

El costo de la deuda Kd o tasa promedio de la deuda se determina para calcular el margen de beneficio en la inversión, se la obtiene de la ecuación Vizcaíno & Yépez (2015):

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

Donde

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

Una vez determinado el costo de la deuda de la empresa y el costo de capital propio podemos aplicar la ecuación del WACC o costo promedio ponderado de capital en la ecuación siguiente:

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

Donde:

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 de capital propio de la empresa

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

2.3.2.5 Valor de continuidad.

El valor de continuidad o también llamado valor residual es el resultante de realizar una valoración de la empresa para el último año de proyección según lo detalla Ortiz Hoyos (2001). Lo que se busca a través de establecer el valor de continuidad es conocer cuánto crecerá la empresa en la perpetuidad pudiendo ser bajo una perspectiva moderada que supone crecería la empresa a una tasa igual a la de la inflación y la economía o pesimista que considera no tendrá crecimiento en el futuro.

La fórmula del valor residual es la siguiente:

$$\text{Valor Residual VR} = \text{FCDn} * (1+g) / (d-g)$$

Donde

FCDn = Último flujo de caja

d = Tasa de descuento

g = tasa de crecimiento a perpetuidad

2.3.2.6 Determinación del flujo de caja libre.

Para realizar el cálculo de los flujos de fondos libres lo establece Fernández (2008), es necesario hacer una previsión del dinero que recibirá la empresa y que deberá pagar en cada período, no obstante para la valoración es necesario prever flujos de fondos a mayor distancia en el tiempo que se realiza un presupuesto de tesorería. Los componentes básicos de un flujo de caja libre de cada período se presentan en la tabla 3.

Tabla 3. Cuenta de Resultados Modelo

	Año
Ventas	
- Coste de ventas	
- Gastos generales	
- Amortización	
Beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT)	
- Pagos de intereses	
Beneficio antes de impuestos (BAT)	
- Impuestos (...%)	
Beneficio neto (BDT)	
- Dividendos	
Beneficios retenidos	

Fuente: Pablo Fernández – IESE – Univ. De Navarra

Elaborado por: El autor

La determinación del flujo de fondos de caja según Fernández (2008), se lo obtiene a partir del beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT), se determinan los impuestos sobre el (BAIT) obteniendo el beneficio neto sin considerar los intereses al que se debe añadir las amortizaciones al no ser un pago. Se debe considerar los importes de dinero que se destina a nuevas inversiones en activos fijos y nuevas necesidades operativas de fondos que se deben restar para llegar a determinar el cash flow. En la tabla 4 se presenta la estructura del flujo de fondos libre o flujo de caja libre.

Tabla 4. Estructura de flujo de caja libre

	Año
Beneficio antes de intereses e impuestos (BAIT)	
- Impuestos sobre el BAIT (...%)	
Beneficio neto de la empresa sin deuda	
+ Amortización	
- Incremento de activos fijos	
- Incremento de NO	
Free Cash Flow	

Fuente: Pablo Fernández – IESE – Univ. De Navarra

Elaborado por: El autor

Para calcular el valor de la empresa bajo el método del flujo de caja libre, se debe hacer el descuento de los flujos de caja, utilizando el costo promedio ponderado de la deuda y acciones o coste promedio ponderado de los recursos (WACC), según lo establece Fernández (2008), a través de la siguiente ecuación:

$$E+D = \text{Valor actual (FCF; WACC)}$$

Donde

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

Siendo

D = Valor de mercado de la deuda

E = Valor de mercado de las acciones

K_d = Coste de la deuda antes de impuestos = rentabilidad de la deuda.

T = Tasa impositiva

K_e = Rentabilidad exigida a las acciones, que refleja el riesgo de las mismas.

2.4 Ventajas y desventajas de los métodos de valoración

Cada uno de los métodos de valoración descritos en este estudio presentan ventajas y desventajas identificadas por diversos autores y en la aplicación de los mismos según el uso que se da a cada método y el tipo de empresa a valorar, hace que estas sean de mayor o menor importancia en el resultado de la valoración.

Los métodos basados en los balances, como ya se ha destacado basan su cálculo en la contabilidad de la empresa y mide los hechos económicos, comerciales y administrativos presentando una radiografía de la empresa.

El método de valor en libros o valor patrimonial según Parra (2013), parte de un balance general de la empresa a una fecha definida, en el que se reflejan el estado de los activos y el efecto de su depreciación, no incluye el good will, mientras que los otros activos y pasivos se contabilizan de forma corriente. Este método ha sido utilizado con frecuencia por su facilidad de cálculo pero no reflejan aspectos del entorno de la organización.

De estos elementos se tiene que el método presenta dos ventajas a destacar, según Parra (2013),

- El valor del patrimonio contable es considerado como el valor de referencia de la empresa y
- la facilidad de cálculo con el que se determina el valor de la organización,

Lo que permite que usuarios con poca experiencia en el campo puedan determinarlo o al menos que su interpretación sea fácil.

Las desventajas del método del valor patrimonial o valor en libros, según Parra (2013), son que fue en su momento conceptualizado para ser aplicado en economías de mínima inflación en donde su efecto no se reflejaba en los resultados en el corto plazo, tanto en la valoración de los activos como de los inventarios. Otro factor negativo del método en mención es que

activos como propiedad, planta y equipo, los inventarios e inversiones no guardan relación con su valor comercial, lo que distorsiona o limita el resultado que se obtenga de la valoración.

El segundo de los métodos de valoración, del valor contable ajustado, que contempla una estimación del valor comercial de los activos y pasivos en el balance de la empresa, tiene como fin corregir la desactualización de las cuentas, con lo que se calcula el valor del patrimonio ajustado. Las ventajas que presenta este método definidas por Parra (2013), son que buscan solventar las discrepancias respecto del efecto de la inflación y la obsolescencia de los activos por uso o efecto de la tecnología, los problemas de los activos y pasivos no reflejados en el balance así como los pasivos laborales subvaluados. La valoración sigue resultando bajo criterio subjetivo respecto del valor del mercado.

En conclusión estos métodos basados en el balance presentan debilidades y fortalezas, las debilidades se dan por que la valoración se establece desde una visión estática y en tal virtud no considera aspectos que no se reflejan en los estados contables de la organización, no obstante como lo destacan Álvarez, García y Borraez (2006), que existen actualmente modelos de valoración superiores y más racionales, la valoración estática se considera aun como referente y da la pauta para comparar con otros métodos. Este método es útil en la valoración de pequeños negocios complementados con los resultados de las ventas.

RESULTADOS DE APLICACIÓN DE LOS MÉTODOS DE VALORACIÓN

3.1 Universo y muestra

Todas las sociedades jurídicas del Ecuador se encuentran reguladas y controladas en relación a sus principios contables, financieros y tributarios por la Superintendencia de Compañías, Seguros y Valores así como por el Servicio de Rentas Internas SRI, en cambio los organismos encargados de establecer las condiciones de operación en el ámbito turístico – hotelero son el Ministerio de Turismo del Ecuador, mientras que a nivel local es la Empresa Pública Metropolitana de Gestión de Destino Turístico –Quito Turismo- quien tiene el compromiso de desarrollar y promocionar turísticamente al Distrito Metropolitano de Quito, según la empresa pública metropolitana de Gestión de Destino Turístico (s.f.).

Según la Superintendencia de Compañías el Ecuador al año 2014 contaba con 55.619 compañías registradas de diversas estructuras acorde a la legislación vigente, además por su tamaño las considera como: grande, mediana, pequeña y microempresa.

Otra manera de clasificar por parte de la Superintendencia de Compañías es la definida por la actividad económica en base a la Clasificación Internacional Industrial Uniforme (CIIU), y cada grupo económico con sus sub grupos según las actividades específicas, es así como las industrias del hospedaje se encuentran dentro del grupo I: Actividades de Alojamiento y de Servicio de Comidas, que agrupa a las sub actividades I55 Actividades de Alojamiento y I56 Servicio de Alimentos y Bebidas.

En el año 2014, la actividad económica de alojamiento y servicios de comida registró un total de 1.067 empresas a nivel nacional, representando el 1,92% del total de empresas registradas en el país, las mismas que generaron 1.092 millones de dólares en ingresos, 1.023 millones de costos y gastos, dejando un margen de ganancias de 79 millones de dólares, como se refleja en la figura 12.

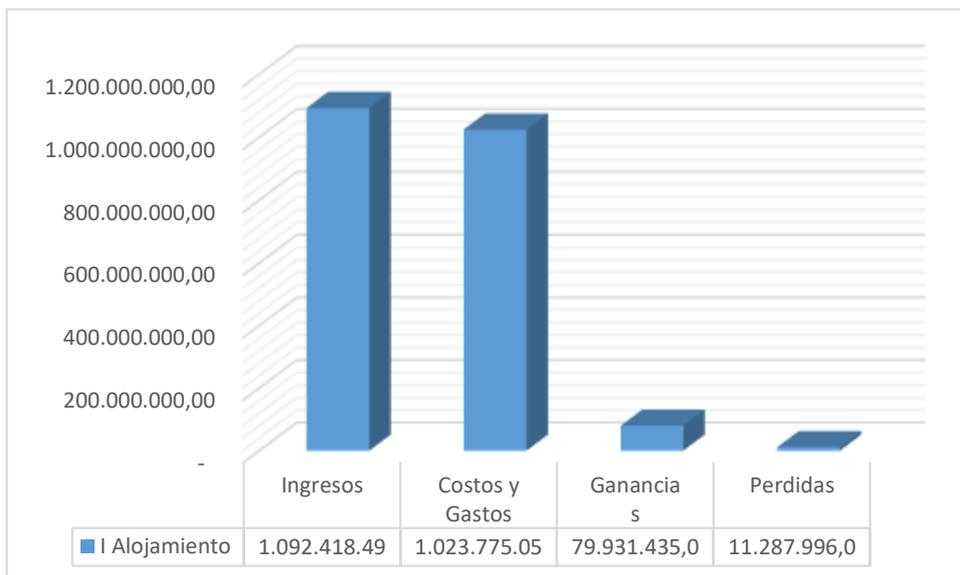


Figura 12 Ingresos, costos, ganancias y pérdidas - Alojamiento 2014

Fuente: Superintendencia de Compañías del Ecuador (2014)

Elaborado por: el autor

La industria del hospedaje en el Distrito Metropolitano de Quito tiene una representación importante dentro de la industria turística del país. Según la empresa pública metropolitana de Gestión de Destino Turístico, Quito Turismo, en el catastro de establecimientos hoteleros del Distrito Metropolitano son 788 a inicios del 2017, agrupados en 13 tipos de establecimientos en las distintas categorías.

Para el desarrollo de la valoración de las empresas hoteleras propuesto, se ha tomado como fuente al catastro del Distrito Metropolitano de Quito 2017, se considera como universo a los establecimientos tipo hoteles en las categorías tres, cuatro y cinco estrellas que tienen como razón social compañías anónimas y compañías limitadas. Los mismos que se presentan en la tabla 5.

Tabla 5. Listado de compañías hoteleras del D.M.Q.

Registro Turístico	Nombre Establecimiento	Razón Social	Dirección
1701500765	AKROS	HOTELES DEL ECUADOR HODESA C.A.	Av. 6 de Diciembre N34-120 y Checoslovaquia
1701500766	ALAMEDA HOTEL MERCURE	APARTAMENTOS Y HOTELES ECUATORIANOS APARTEC S.A	Vicente Ramon Roca E4-122 y Av. Rio Amazonas
1701500767	HILTON COLON QUITO	HOTEL COLON INTERNACIONAL CIA. LTDA.	Av. Rio Amazonas N19-14 y Av. Patria
1701500769	SHERATON	FIDEICOMISO HIT	Av. Republica del Salvador N36-212 y Av. Naciones Unidas
1701500770	J.W. MARRIOT	AMAZONAS HOT S.A.	Av. Rio Amazonas y Av. Francisco de Orellana
1701500771	QUITO	QUITO LINDO QUITO LINDO S.A	Av. Federico Gonzales Suarez N27-142 y Av. Orellana
1701500772	NH COLLECTION ROYAL QUITO	SOCIEDAD HOTELERA COTOPAXI S.A	Luis Cordero 444 Av. 12 de Octubre
1701500773	SWISSOTEL QUITO	H.O.V. HOTELERA QUITO S.A.	Av. 12 de Octubre 18-20 y Luis Cordero
1701500778	DANN CARLTON QUITO	PROMODANN CIA. LTDA.	Av. Republica del Salvador E4-377 Irlanda
1701500780	INCA IMPERIAL	HOTEL INCA IMPERIAL S.A.	Bogota OE2-27 y Juan Salinas
1701500781	REINA ISABEL	HOTELTURIS S.A.	Av. Rio Amazonas N23-44 e Ignacio de Veintimilla
1701500782	REPUBLICA	INMOB. DEL POZO LEMOS CIA. LTDA.	Av. De la Republica E2-137 y Azuay
1701500783	RIO AMAZONAS INTERNACIONAL	APARTSUIT S.A	Luis Cordero E4-375 y Av. Rio Amazonas
1701500784	SAVOY INN	ASOCIACIÓN MOTELERA S.A. (AMSA)	Yasuni N44-164 y Av. El Inca
1701500785	SEBASTIAN	RUEDA DE HOTELES Y TURISMO RUHOTEL CIA. LTDA	Av. Diego de Almagro N24-416 y Luis Cordero
1701500786	TAMBO REAL	DEPARTUR TURISMO Y APARTAMENTOS S.A.	Av. Doce de Octubre 670 Queseras del Medio
1701500787	9 DE OCTUBRE	EMPRESA HOTELERA TURISMO LOAIZA BERRU S.	Av. 9 de Octubre N24-171 y Av. Cristobal Colon
1701500798	REAL AUDIENCIA	INMOVERSA S.A.	Simon Bolivar OE3-18 Guayaquil
1701500801	SANTA MARIA	HOTEL SANTA MARIA CIA. LTDA	Inglaterra N32-26 y Mariana de Jesus
1701500805	ZUMAG	SALINAS ROSERO CIA. LTDA.	Nueva Orleans E1-21 Av. Diez de Agosto
1701500813	AMARANTA	INVERS.Y NEGOC.TURIST.AMARANTA S.A	General Leonidas Plaza Gutierrez N20-32 y Jorge Washington
17015011507	ZEN SUITES QUITO	ZAC CIA. LTDA	Av. 6 de Diciembre N26-112 y San Ignacio
17015011970	CITIMED HOTEL	CITIMED HOTEL HOSPEDAJE ABC2016 CIA. LTDA.	Av. Mariana de Jesús OE7-02 y Nuño de Valderrama
17015011973	MARQUIZ HOTEL BOUTIQUE	CRUCEROS LOBO DE MAR VIAJES Y TURISMO CRULOB CIA. LTDA.	Wilson N23-108 Juan León Mera
17015011996	CARLOTA	HOTEL BOUTIQUE CASA CARLOTA HBCARLOTA CIA LTDA	Benalcázar N6-26 Mejía
1701504724	RELICARIO DEL CARMEN EL	EL RELICARIO DEL CARMEN S.A. RELICARM	Venezuela N6-43 y Jose Joaquin de Olmedo
1701504759	TOURBLANCHE	TOURBLANCHE CIA. LTDA.	Isla Isabela N44-27 y Av. Rio Coca
1701504922	HOTEL FINLANDIA	HOSFINTEL CIA. LTDA.	Finlandia N35-129 y Suecia
1701505136	MANSIÓN DEL ÁNGEL	MIRAMANS S.A.	Los Ríos N13-134 Ascencio Gándara
1701505401	PLAZA GRANDE	H.O.V. HOTELERA QUITO S.A.	Jose Gabriel Garcia Moreno N5-16 y Chile
1701505520	HOWARD JOHNSON PLAZA LA CAROLINA	SOLCENTRO S.A.	Alemania E5-103 y Av. De la Republica
1701506219	HOSTAL VIEJA CUBA	GLOBALEXIM S.A.	La Nina N26-202 y Av. Diego de Almagro
1701506282	SAN FRANCISCO DE QUITO	NEGOCIOS UNIDOS PAREDES E HIJOS CIA. LTDA	Sucre OE3-17 y Guayaquil
1701506398	STUBEL SUITES & CAFE	STUBELHOT S.A.	Pasaje Stubel 1 rafael león larrea
1701506503	LUGANO SUITES	APOFIS S.A.	Suiza N33-132 y Checoslovaquia
1701506605	HOLIDAY INN EXPRESS	PLUSHOTEL S.A.	Reina Victoria E6-54 y Av. Francisco de Orellana
1701506833	NEOEMBASSY	NEOEMBASSY CIA. LTDA	Wilson E8-22 Av. Seis de Diciembre
1701507007	FUENTE DE PIEDRA II	ECUAHOTEL HOTELERA ECUATORIANA S.A.	Juan Leon Mera N23-21 y Baquedano
1701507009	FUENTE DE PIEDRA I	HOTEL FUENTE DE PIEDRA HOFUPIED S.A.	Presidente Wilson E9-80 y Jose Tamayo
1701507035	BOUTIQUE PLAZA SUCRE	CEHOTURI SOCIEDAD CIVIL	Sucre OE2-36 Guayaquil
1701507176	CARTUJA LA	LA CARTUJA CIA. LTDA.	Leonidas Plaza N20-08 y Av. 18 de Septiembre
1701507178	PATIO ANDALUZ EL	CONSTRUCTORA IMPORTADORA ÁLVAREZ BURBANO S.A. CIALCO	García Moreno N6-52 Olmedo
1701507292	ANAHI BOUTIQUE HOTEL	PAMIR VIAJES DE AVENTURA S.A.	Tamayo N23-95 Wilson
1701508129	CASA GANGOTENA	HOTEL CASA GANGOTENA S.A.	Bolívar Oe6-41 Cuenca
1701508926	CITY ART HOTEL SILBERSTEIN	TURITOTAL CIA. LTDA.	Wilson E5-29 y Juan Leon Mera
1701508968	NUHOUSE	NUHOTELS S.A	Mariscal Foch E6-12 y Reina Victoria
1701509198	BEST WESTERN C PLAZA HOTEL	PREMIERHOTEL CIA. LTDA.	Av. De los Shyris N37-53 y Av. Naciones Unidas
1701509327	LE PARC	HOTEL LE PARC S.A.	Av. República del Salvador N34-349 e Irlanda
RTT325	DAN INTERNACIONAL	DAN INTERNACIONAL	10 DE AGOSTO N25-80 COLON
RTT510	REPUBLICA	INMOB. DEL POZO LEMOS CIA. LTDA.	Av. De la Republica E2-137 azuay

Fuente: Empresa Pública Metropolitana de Gestión de Destino Turístico – Quito Turismo
Elaborado por: El autor

Del total de establecimientos tipo hoteles catastrados dentro del Distrito Metropolitano de Quito, se estudiará a cuatro de ellos que tienen reportados sus balances ante la Superintendencia de Compañías, Seguros y Valores del Ecuador en los años 2014 - 2016.

Para el estudio de valoración se consideró que con la selección aleatoria de cuatro empresas hoteleras que estén debidamente registradas y que estén registradas como compañías.

Dentro de la selección aleatoria se consideró si ubicación geográfica en la ciudad, años de operación, tamaño o capacidad de alojamiento del establecimiento, categoría etc. De tal manera que se pueda probar que el proceso de valoración de las empresas se lo puede realizar a distintas empresas pero que los resultados dependerán de cómo se encuentre su situación financiera actual y las proyecciones que cada empresa o el mercado tenga hacia el futuro.

3.1.1 Empresas hoteleras seleccionadas.

En las siguientes tablas se presentan la información de las empresas seleccionadas: Amaranta Apart Hotel, Hotel Casa Gangotena, Hotel República y Hotel Río Amazonas para la valoración de sus estados financieros.

Amaranta Apart Hotel

Tabla 6. Datos Amaranta Apart Hotel

Razón Social	Inversiones y Negocios Turísticos Amaranta S.A.		
Nombre Comercial	Amaranta Apart Hotel		
RUC	1790212270001		
Fechas de constitución	12/03/1975		
Tipo de compañía	Anónima		
Dirección	Leónidas Plaza N 20-32 y Jorge Washington		
Actividad Económica	Construcción, instalación y explotación de hoteles, apartamentos, moteles y albergues.		
Capital suscrito	20.000,00 usd	Valor x acción:	0,40 usd

Fuente: Superintendencia de Compañías. (2017), Quito Apart Hotel (2017)
Elaborado por: El autor

Hotel Casa Gangotena

Tabla 7. Datos Hotel Casa Gangotena S.A.

Razón Social	Hotel Casagangotena S.A.		
Nombre Comercial	Hotel Casa Gangotena.		
RUC	1792163994001		
Fechas de constitución	23/10/2008		
Tipo de compañía	Anónima		
Dirección	Bolívar OE – 647 y Cuenca, Diagonal a Plaza San Francisco		
Actividad económica	Operación, administración, representación, construcción, remodelación, compra venta de hoteles, hostales, moteles y demás locales o infraestructura relacionada con el sector hotelero.		
Capital suscrito	8.906.909,00 usd	Valor x acción:	1,00 usd

Fuentes: Superintendencia de Compañías (2017), Casa Gangotena (2017).

Elaborado por: El autor

Hotel Rio Amazonas

Tabla 8. Datos Hotel Amazonas Apartsuit S.A.

Razón Social	HOTEL RIO AMAZONAS APARTSUIT S.A.		
Nombre Comercial	Hotel Rio Amazonas		
RUC	1791252691001		
Fechas de constitución	29/06/1993		
Tipo de compañía	Anónima		
Dirección	Cordero, E4-375 y Amazonas		
Actividad Económica	Construcción, equipamiento, administración y explotación de un hotel de alta categoría en la ciudad de Quito.		
Capital suscrito	220.000,00 usd	Valor x acción:	1,00 usd

Fuente: Superintendencia de Compañías (2017), Hotel Río Amazonas (2017).

Elaborado por: El autor

Hotel República

Tabla 9. Datos Hotel República - Inmobiliaria del Pozo Lemos Cía. Ltda.

Razón Social	INMOBILIARIA DEL POZO LEMOS CIA. LTDA.		
Nombre Comercial	Hotel República		
RUC	1790488411001		
Fechas de constitución	11/03/1981		
Tipo de compañía	Responsabilidad Limitada		
Dirección	República E2 – 137 y Azuay		
Actividad Económica	Explotación, mantenimiento de un complejo turístico y hotelero así como la administración de bares.		
Capital suscrito	200.000,00 usd.	Valor x acción:	0,40 usd.

Fuente: Superintendencia de Bancos (2017), Hotel República (2017)

Elaborado por: El autor

3.2 Estados financieros de los períodos 2014 – 2016

Los estados financieros son el conjunto de información financiera obtenida del sistema contable que tiene como objetivo que los usuarios de los mismos puedan informarse y orientarse sobre el desempeño de una institución en un período determinado según Rosas.

Para el presente estudio se tomará como base los balances y estados de resultados al 31 de diciembre del 2016 que serán los documentos de referencia los del año más cercado al momento de realizar el estudio, los mismos que han sido presentados por las empresas seleccionadas ante el organismo oficial que recaba la información financiera de las empresas como es la Superintendencia de Compañías, Seguros y Valores del Ecuador y obtenidos del portal de la institución www.supercias.gob.ec. Como datos históricos para establecer las proyecciones se tomará los estados financieros de los años 2014 y 2015.

3.2.1 Estados de posición financiera.

El estado de posición financiera o de situación financiera, representa el informe de contabilidad en el que se reflejan las partidas de activo, pasivo y el patrimonio de la empresa a un determinado tiempo. En el presente estudio se consideran los balances o estados de posición financiera de los años 2014 - 2016.

En las siguientes tablas se presentan los estados de posición financiera resumidos de las cuatro empresas hoteleras seleccionadas, con el fin de conocer la situación financiera de cada una en los últimos años, adicional que estos balances serán referente en la proyección de los mismos para determinar el valor de caja empresa bajo el método de flujo de caja libre.

Tabla 10. Estado de posición financiera, Hotel Amaranta 2014 2016

Estado de Posición Financiera

Hotel: INVERSIONES Y NEGOCIOS TURÍSTICOS AMARANTA S.A.

Años terminados al 31 de diciembre

Expresado en dólares de los Estados Unidos de América

	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>
ACTIVOS	84.094,31	83.579,18	106.377,84
Activo Corriente	24.478,27	30.141,1	23.893,24
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	315,6	1245,18	1095,5
Cuentas y Documentos por cobrar	16.879,05	24.127,4	19.371,36
Inventarios	4.277,38	4.568,52	3.426,38
Otros activos corrientes	3.006,24	200	0
Activo No Corriente	59.616,04	53.438,08	82.484,6
Propiedad, Planta y Equipo, neto	59.616,04	53.438,08	82.484,6
PASIVOS	81.044,7	63.393,81	85.799,77
Pasivo Corriente	23.656,93	24.892,75	28.682,96
Cuentas y Documentos por pagar	9.445,99	13.227,37	18.712,25
Otros	14.210,94	11.665,38	9.970,71
Pasivos no Corrientes	57.387,77	38.501,06	57.116,81
PATRIMONIO	3.049,61	20.185,37	20.578,07
Capital Social	2.192,58	20.000	20.000
Reservas y Resultados Acumulados	-1.107,63	-3.88,41	185,37
Resultados del Ejercicio	1.964,66	573,78	392,7
PASIVO Y PATRIMONIO	84.094,31	83.579,18	10.6377,84

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaborado por: El autor

Tabla 11. Estado de posición financiera, Hotel Casa Gangotena 2014 - 2016

Estado de Posición Financiera

Hotel: HOTEL CASAGANGOTENA S.A.

Años terminados al 31 de diciembre

Expresado en dólares de los Estados Unidos de América

	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>
ACTIVOS	11.516.960,29	10.297.097,25	9.823.002,5
Activo Corriente	1.951.547,84	1.012.066,33	765.769,61
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	813.050,17	144.202,94	107.104,98
Cuentas y Documentos por cobrar	154.905,63	167.272,81	149.998,18
Inventarios	54.714,42	77.576,83	65.197,73
Otros activos corrientes	928.877,62	623.013,75	443.468,72
Activo No Corriente	9.565.412,45	9.285.030,92	9.057.232,89
Propiedad, Planta y Equipo, neto	9.454.312,37	9.250.321,48	9.011.305,56
Activos intangibles	111.100,08	34.709,44	45.927,33
PASIVOS	5.986.988,3	5.360.835,98	5.364.806,95
Pasivo Corriente	2.049.631,75	738.284,74	1.265.668,57
Cuentas y Documentos por pagar	1.160.000,65	403.648,2	298.885,42
Otros	889.631,1	334.636,54	966.783,15
Pasivos no Corrientes	3.937.356,55	4.622.551,24	4.099.138,38
PATRIMONIO	5.529.971,99	4.936.261,27	4.458.195,55
Capital Social	8.906.909,00	8.906.909,00	8.906.909,00
Reservas y Resultados Acumulados	-2.664.445,93	-3.372.621,01	-3.964.499,73
Resultados del Ejercicio	-712.491,08	-598.026,72	-484.213,72
PASIVO Y PATRIMONIO	11.516.960,29	10.297.097,25	9.823.002,5

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaborado por: El autor

Tabla 12. Estado de posición financiera, Hotel República 2014 – 2016

Estado de Posición Financiera

Hotel: INMOBILIARIA DEL POZO LEMOS CIA. LTDA. - HOTEL REPÚBLICA

Años terminados al 31 de diciembre

Expresado en dólares de los Estados Unidos de América

	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>
ACTIVOS	2.180.674,29	2.064.807,72	1.924.226,83
Activo Corriente	519.735,26	435.629,57	330.990,66
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	225.163,84	157.514,18	131.277,08
Cuentas y Documentos por cobrar	190.147,85	161.033,25	107.005,93
Inventarios	94.502,43	111.232,82	86.676,5
Otros activos corrientes	9.921,14	5.849,32	6.031,15
Activo No Corriente	1.660.939,03	1.629.178,15	1.593.236,17
Propiedad, Planta y Equipo, neto	1660939,03	1629178,15	1593236,17
PASIVOS	248.993,04	204.632,46	167.759,35
Pasivo Corriente	144.072,55	92.131,60	55.188,63
Cuentas y Documentos por pagar	140.147,43	47.523,63	33.043,78
Otros	3.925,12	44.607,97	22.144,85
Pasivos no Corrientes	104.920,49	112.500,86	112.570,72
PATRIMONIO	1.931.681,25	1.860.175,26	1.756.467,48
Capital Social	200.000,00	200.000,00	200.000,00
Reservas y Resultados Acumulados	1.565.692,24	1.565.692,24	1.567.591,11
Resultados del Ejercicio	165.989,01	944.83,02	-11.123,63
PASIVO Y PATRIMONIO	2.180.674,29	2.064.807,72	1.924.226,83

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaborado por: El autor

Tabla 13. Estado de posición financiera, Hotel Río Amazonas 2014 – 2016

Estado de Posición Financiera

Hotel: HOTEL RIO AMAZONAS APARTSUIT S.A.

Años terminados al 31 de diciembre

Expresado en dólares de los Estados Unidos de América

	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>
ACTIVOS	4.894.444,08	4.768.982,19	4.476.137,11
Activo Corriente	508.623,58	488.230,36	375.621,29
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	187.220,74	137.507,38	100.252,72
Cuentas y Documentos por cobrar	249.045,66	295.510,12	220.180,99
Inventarios	65.611,55	50.081,56	49.888,60
Otros activos corrientes	6.745,63	5.131,30	5.298,98
Activo No Corriente	4.385.820,50	4.280.751,83	4.100.515,82
Propiedad, Planta y Equipo, neto	4.372.615,31	4.280.751,83	4.100.515,82
Otros activos no corrientes	13.205,19	0	0
PASIVOS	1.577.825,90	2.095.353,38	1.626.452,50
Pasivo Corriente	730.327,74	874.971,63	513.688,27
Cuentas y Documentos por pagar	698.149,71	874.971,63	513.688,27
Otros	32.178,03	0	0
Pasivos no Corrientes	538.403,87	1.220.381,75	1.112.764,23
Pasivos diferidos	309.094,29		
PATRIMONIO	3.316.618,18	2.673.628,81	2.849.684,61
Capital Social	220.000,00	220.000,00	220.000,00
Reservas y Resultados Acumulados	2.709.934,85	2.273.541,98	2.495.168,29
Resultados del Ejercicio	386.683,33	180.086,83	134.516,32
PASIVO Y PATRIMONIO	4.894.444,08	4.768.982,19	4.476.137,11

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaborador por El autor

3.2.3 Estados de resultados.

El estado de resultados, conocido también como estado de pérdidas o ganancias, es aquel informe de contabilidad que refleja el efecto de las operaciones en sus ingresos, costos y gastos de la empresa en un período de tiempo y que el mismo que se consolida en la pérdida o ganancia que ha generado y el mismo afecta al patrimonio de la institución.

Para el presente estudio se ha consolidado el estado de resultados de las empresas hoteleras de los años 2014 - 2016, en base a los estados presentados ante la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Los mismos que se presentan en las siguientes tablas.

Tabla 14. Estados de resultados, Hotel Amaranta 2014 – 2016

Estados de Resultados Integral

Hotel: INVERSIONES Y NEGOCIOS TURÍSTICOS AMARANTA S.A.

Años terminados al 31 de diciembre

Expresado en dólares de los Estados Unidos de América

	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>
INGRESOS	223.342,82	225.220,01	157.164,49
Costo de ventas	34.862,34	31.544,34	19.491,99
Utilidad bruta de ventas	188.480,48	193.675,67	137.672,50
Gastos de administración y ventas	182.711,09	181.672,26	129.535,26
Depreciación	3.268,87	6.177,96	6.177,96
Utilidad Operacional	2.500,52	5.825,45	1.959,28
Gastos financieros	188,66	4.786,94	1.497,28
Utilidad antes de impuestos	2.311,86	1.038,51	462,00
Participación Trabajadores	346,70	155,78	69,30
Impuestos	573,87	2.308,38	618,53
Utilidad del período	1.391,29	-1.425,65	-225,83

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaborado por: El autor

En la tabla 15 de los estados de resultados del Hotel Amaranta destacamos la reducción del 30.22% en ventas del año 2016 respecto de los dos años previos, los costos de venta promedio en los tres años fue del 14% mientras que los gastos de ventas y administración representaron el 87,6% en el año 2016. El margen de utilidad antes de impuestos del año 2016 fue del 0,29% no obstante que los años previos fue en promedio fue de 0,75% respecto de las ventas.

El Hotel Casa Gangotena de acuerdo a los estados de resultados consolidados en la tabla 16, demuestran que los ingresos fueron en crecimiento, el 2015 registro un incremento del 15% respecto del 2014, mientras que el 2016 incrementó 33.62% más que el año previo.

Tabla 15. Estado de resultados, Hotel Casa Gangotena 2014 - 2016

Estados de Resultados Integral

Hotel: HOTEL CASAGANGOTENA S.A.

Años terminados al 31 de diciembre

Expresado en dólares de los Estados Unidos de América

	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>
INGRESOS	2.526.502,38	2.980.911,00	3.983.018,06
Costo de ventas	309.882,30	290.881,86	259.531,42
Utilidad bruta de ventas	2.216.620,08	2.690.029,14	3.723.486,64
Gastos de administración y ventas	2.272.143,69	2.571.100,51	1.381.637,46
Depreciación	205.672,58	215.916,91	221.535,09
Amortización de diferidos		5.551,44	
Utilidad Operacional	-261.196,19	-102.539,72	2.120.314,09
Gastos financieros	388.722,59	426.232,91	420.444,10
Otros egresos	0,00		1.303.904,91
Utilidad antes de impuestos	-649.918,78	-528.772,63	395.965,08
Participación trabajadores	0,00	0,00	59.394,76
Impuestos	62.572,30	69.254,09	66.777,19
Utilidad del período	-712.491,08	-598.026,72	269.793,13

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaborado por: El autor

Los costos de venta del Hotel Casa Gangotena, proporcionalmente respecto de las ventas se redujeron del 12.3% en el 2014 al 6,5% en el 2016. Situación similar ocurrió con los gastos de venta y administración que bajo del 90% de las ventas del 2014 al 86% en el 2015 al 35% en el 2016. Se debe destacar que en el 2016 se presentan otros gastos que representan el 33% de los ingresos anuales. Las pérdidas del 2014 representaron el 25% de los ingresos, el 2015 fueron el 18%. El 2016 se presentó utilidad antes de impuestos, fue del 10% de las ventas anuales.

De los estados de resultados de la tabla 17 del Hotel República, destacamos que los ingresos anuales decrecieron el 2016 un 25.4% respecto al año previo. Los costos de venta fueron proporcionales a los ingresos promediando el 38%, las cuentas de gastos de ventas y administración del 2014 representaron el 33% mientras que en el 2016 fueron del 54%. La utilidad antes de impuestos que reportó el año 2014 representó el 23% de los ingresos el año 2015 16%, bajando al 2016 al 1%.

Tabla 16. Estados de Resultados, Hotel República 2014 -2016

Estados de Resultados Integral

Hotel: INMOBILIARIA DEL POZO LEMOS CIA. LTDA. - HOTEL REPÚBLICA

Años terminados al 31 de diciembre

Expresado en dólares de los Estados Unidos de América

	2014	2015	2016
INGRESOS	1.115.397,26	943.490,41	703.853,56
Costo de ventas	421.563,11	337.766,85	280.681,65
Utilidad bruta de ventas	693.834,15	605.723,56	423.171,91
Gastos de administración y ventas	369.570,45	387.335,58	381.171,38
Depreciación	64.387,72	71.291,91	35.420,01
Utilidad Operacional	259.875,98	147.096,07	6.580,52
Rendimientos financieros	0,00	0,00	0,00
Gastos financieros	0,00	0,00	0,00
Utilidad antes de impuestos	259.875,98	147.096,07	6.580,52
Impuestos	54.905,59	30.550,23	13.528,86
Participación trabajadores	38.981,40	22.064,41	987,08
Utilidad del período	165.988,99	94.481,43	-7.935,42

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaborado por: El autor

El Hotel Río Amazonas durante el período de estudio 2014 – 2016 presentó los resultados que se presentan en la tabla 18, se destaca que los ingresos decrecieron del año 2014 al 2015 un 5%, y al siguiente año un 19% adicional. Los costos de venta representaron el 45% promedio en cada año, mientras que los gastos de venta y administración fueron en promedio el 32%. La utilidad antes de impuestos decreció del 4,5% de las ventas del 2014 al 3% los dos siguientes años.

Tabla 17. Estado de resultados, Hotel Río Amazonas 2014 - 2016

Estados de Resultados Integral

Hotel: HOTEL RIO AMAZONAS APARTSUIT S.A.

Años terminados al 31 de diciembre

Expresado en dólares de los Estados Unidos de América

	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>
INGRESOS	2.932.374,35	2.795.147,43	2.339.077,51
Costo de ventas	1.228.855,26	1.310.483,99	1.087.881,52
Utilidad bruta de ventas	1.703.519,09	1.484.663,44	1.251.195,99
Gastos de administración y ventas	872.561,35	984.897,93	739.285,42
Depreciación	182.829,03	190.620,76	186.042,10
Utilidad Operacional	648.128,71	309.144,75	325.868,47
Gastos financieros	44.170,21	0,00	104.139,92
Utilidad antes de impuestos	603.958,50	309.144,75	221.728,55
Participación de trabajadores	90.593,78	46.371,71	33.259,28
Impuestos	131.636,74	82.686,22	64.309,66
Utilidad del período	472.321,76	226.458,53	157.418,89

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaborado por: El autor

Los estados de resultados de los establecimientos seleccionados reflejan que tres de los cuatro establecimientos se vieron afectados por lo analizado en el primer capítulo respecto de la reducción de la ocupación de los establecimientos hoteleros de la ciudad de Quito así como las tarifas promedio principalmente en el año 2016.

3.3 Aplicación del método de valoración patrimonial

En aplicación del método de valoración patrimonial o también conocido como método basado en el balance, en las siguientes tablas se presentan los resultados en relación a valor intrínseco por acción que cada establecimiento hotelero representaría para cada año considerado.

Tabla 18. Valor contable - valor patrimonial, Hotel Amaranta 2014 - 2016

Valor contable - Valor patrimonial

Hotel: INVERSIONES Y NEGOCIOS TURÍSTICOS AMARANTA S.A.

Años terminados al 31 de diciembre

Expresado en dólares de los Estados Unidos de América

	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>
Nro. de acciones	5.481,45	50.000,00	50.000,00
Capital Suscrito	2.192,58	20.000,00	20.000,00
Valor por acción	0,4	0,4	0,4
ACTIVOS	84.094,31	83.579,18	106.377,84
Activo Corriente	24.478,27	30.141,10	23.893,24
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	315,6	1.245,18	1.095,50
Cuentas y Documentos por cobrar	16.879,05	24.127,40	19.371,36
Inventarios	4.277,38	4.568,52	3.426,38
Otros activos corrientes	3.006,24	200,00	0
Activo No Corriente	59.616,04	53.438,08	82.484,60
Propiedad, Planta y Equipo, neto	59.616,04	53.438,08	82.484,60
PASIVOS	81.044,70	63.393,81	85.799,77
Pasivo Corriente	23.656,93	24.892,75	28.682,96
Cuentas y Documentos por pagar	9.445,99	13.227,37	18.712,25
Otros	14.210,94	11.665,38	9.970,71
Pasivos no Corrientes	57.387,77	38.501,06	57.116,81
PATRIMONIO	3.049,61	20.185,37	20.578,07
Capital Social	2.192,58	20.000,00	20.000,00
Reservas y Resultados Acumulados	-1.107,63	-388,41	185,37
Resultados del Ejercicio	1.964,66	573,78	392,70
PASIVO Y PATRIMONIO	84.094,31	83.579,18	106.377,84
Valor contable (patrimonio neto) = Activo Total - Pasivo Total			
Valor contable (patrimonio neto) =	3.049,61	20.185,37	20.578,07

Fuente: Superintendencia de Compañías, Seguros y Valores (2017)

Elaborado por: El autor

Tabla 19. Valor contable - Valor patrimonial, Hotel Casa Gangotena 2014 - 2016

Valor contable - Valor patrimonial

Hotel: HOTEL CASAGANGOTENA S.A.

Años terminados al 31 de diciembre

Expresado en dólares de los Estados Unidos de América

	2014	2015	2016
Nro. de acciones	8.906.909,00	8.906.909,00	8.906.909,00
Capital Suscrito	8.906.909,00	8.906.909,00	8.906.909,00
Valor por acción	1,00	1,00	1,00

ACTIVOS	11.516.960,29	10.297.097,25	9.823.002,50
Activo Corriente	1.951.547,84	1.012.066,33	765.769,61
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	813.050,17	144.202,94	107.104,98
Cuentas y Documentos por cobrar	154.905,63	167.272,81	149.998,18
Inventarios	54.714,42	77.576,83	65.197,73
Otros activos corrientes	928.877,62	623.013,75	443.468,72

Activo No Corriente	9.565.412,45	9.285.030,92	9.057.232,89
Propiedad, Planta y Equipo, neto	9.454.312,37	9.250.321,48	9.011.305,56
Activos intangibles	111.100,08	34.709,44	45.927,33

PASIVOS	5.986.988,30	5.360.835,98	5.364.806,95
Pasivo Corriente	2.049.631,75	738.284,74	1.265.668,57
Cuentas y Documentos por pagar	1.160.000,65	403.648,20	298.885,42
Otros	889.631,10	334.636,54	966.783,15

Pasivos no Corrientes	3.937.356,55	4.622.551,24	4.099.138,38
------------------------------	---------------------	---------------------	---------------------

PATRIMONIO	5.529.971,99	4.936.261,27	4.458.195,55
Capital Social	8.906.909,00	8.906.909,00	8.906.909,00
Reservas y Resultados Acumulados	-2.664.445,93	-3.372.621,01	-3.964.499,73
Resultados del Ejercicio	-712.491,08	-598.026,72	-484.213,72

PASIVO Y PATRIMONIO	11.516.960,29	10.297.097,25	9.823.002,5
----------------------------	----------------------	----------------------	--------------------

Valor contable (patrimonio neto) = Activo Total - Pasivo Total			
Valor contable (patrimonio neto) =	5.529.971,99	4.936.261,27	4.458.195,55

Fuente: Superintendencia de Compañías, Seguros y Valores (2017)

Elaborado por: El autor

Tabla 20. Valor Contable - Valor Patrimonial, Hotel República 2014 - 2016

Valor contable - Valor patrimonial

Hotel: INMOBILIARIA DEL POZO LEMOS CIA. LTDA. - HOTEL REPÚBLICA

Años terminados al 31 de diciembre

Expresado en dólares de los Estados Unidos de América

	2014	2015	2016
Nro. de acciones	500.000,00	500.000,00	500.000,00
Capital Suscrito	200.000,00	200.000,00	200.000,00
Valor por acción	0,4	0,4	0,4

ACTIVOS	2.180.674,29	2.064.807,72	1.924.226,83
Activo Corriente	519.735,26	435.629,57	330.990,66
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	225.163,84	157.514,18	131.277,08
Cuentas y Documentos por cobrar	190.147,85	161.033,25	107.005,93
Inventarios	94.502,43	111.232,82	86.676,50
Otros activos corrientes	9.921,14	5.849,32	6.031,15

Activo No Corriente	1.660.939,03	1.629.178,15	1.593.236,17
Propiedad, Planta y Equipo, neto	1.660.939,03	1.629.178,15	1.593.236,17

PASIVOS	248.993,04	204.632,46	167.759,35
Pasivo Corriente	144.072,55	92.131,60	55.188,63
Cuentas y Documentos por pagar	140.147,43	47.523,63	33.043,78
Otros	3.925,12	44.607,97	22.144,85

Pasivos no Corrientes	104.920,49	112.500,86	112.570,72
------------------------------	-------------------	-------------------	-------------------

PATRIMONIO	1.931.681,25	1.860.175,26	1.756.467,48
Capital Social	200.000,00	200.000,00	200.000,00
Reservas y Resultados Acumulados	1.565.692,24	1.565.692,24	1.567.591,11
Resultados del Ejercicio	165.989,01	94.483,02	-11.123,63

PASIVO Y PATRIMONIO	2.180.674,29	2.064.807,72	1.924.226,83
----------------------------	---------------------	---------------------	---------------------

Valor contable (patrimonio neto) = Activo Total - Pasivo Total			
Valor contable (patrimonio neto) =	1.931.681,25	1.860.175,26	1.756.467,48

Fuente: Superintendencia de Compañías, Seguros y Valores (2017)
Elaborado por: El autor

Tabla 21. Valor Contable - Valor Patrimonial, Hotel Río Amazonas 2014 -2016

Valor contable - Valor patrimonial

Hotel: HOTEL RIO AMAZONAS APARTSUIT S.A.

Años terminados al 31 de diciembre

Expresado en dólares de los Estados Unidos de América

	2014	2015	2016
Nro. de acciones	220.000,00	220.000,00	220000,00
Capital Suscrito	220.000,00	220.000,00	220000,00
Valor por acción	1,00	1,00	1,00

ACTIVOS	4.894.444,08	4.768.982,19	4.476.137,11
Activo Corriente	508.623,58	488.230,36	375.621,29
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	187.220,74	137.507,38	100.252,72
Cuentas y Documentos por cobrar	249.045,66	295.510,12	220.180,99
Inventarios	65.611,55	50.081,56	49.888,60
Otros activos corrientes	6.745,63	5.131,30	5.298,98

Activo No Corriente	4.385.820,50	4.280.751,83	4.100.515,82
Propiedad, Planta y Equipo, neto	4.372.615,31	4.280.751,83	4.100.515,82
Otros activos no corrientes	13.205,19	0	0

PASIVOS	1.577.825,9	2.095.353,38	1.626.452,50
Pasivo Corriente	730.327,74	874.971,63	513.688,27
Cuentas y Documentos por pagar	698.149,71	874.971,63	513.688,27
Otros	32.178,03	0	0
Pasivos no Corrientes	538.403,87	1.220.381,75	1.112.764,23
Pasivos diferidos	309.094,29	0	0

PATRIMONIO	3.316.618,18	2.673.628,81	2.849.684,61
Capital Social	220.000,00	220.000,00	220.000,00
Reservas y Resultados Acumulados	2.709.934,85	2.273.541,98	2.495.168,29
Resultados del Ejercicio	386.683,33	180.086,83	134.516,32

PASIVO Y PATRIMONIO	4.894.444,08	4.768.982,19	4.476.137,11
----------------------------	---------------------	---------------------	---------------------

Valor contable (patrimonio neto) = Activo Total - Pasivo Total			
Valor contable (patrimonio neto) =	3.316.618,18	2.673.628,81	2.849.684,61

Fuente: Superintendencia de Compañías, Seguros y Valores (2017)

Elaborado por: El autor

3.3.2 Resultados del valor patrimonial.

La evolución del valor patrimonial de las empresas hoteleras tomadas para realizar este estudio se presentan en la figura 13 en la que destaca que el Hotel Amaranta incrementa su valor patrimonial del año 2014 al 2015 debido a su incremento del capital social, en cambio los otros tres hoteles respecto al 2014 reducen su valor patrimonial en los siguientes dos años.

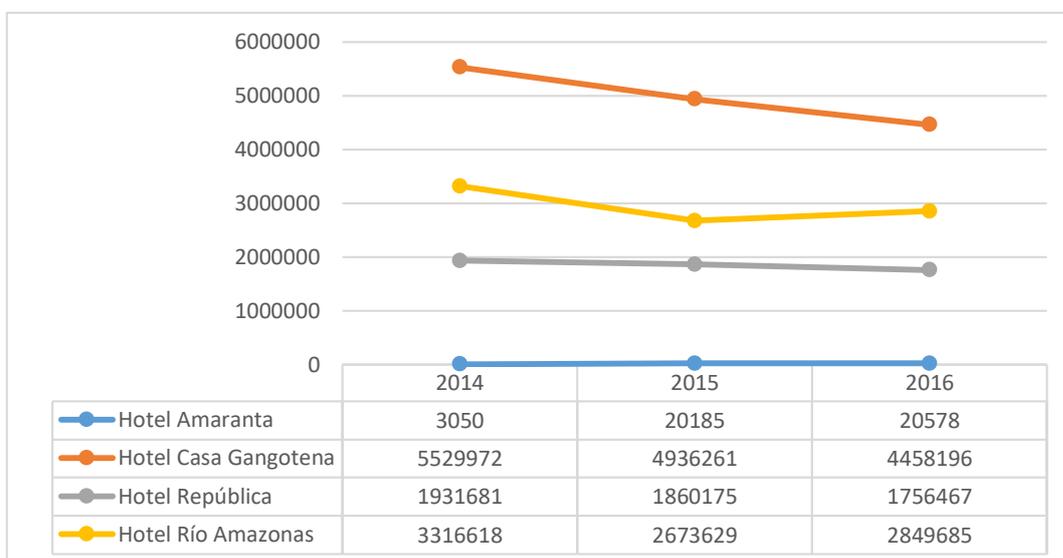


Figura 13. Valor patrimonial 2014 - 2016

Fuente: Superintendencia de Compañías, Seguros y Valores (2017)

Elaborado por: El autor

El valor intrínseco de las acciones de las empresas hoteleras de los años 2014 - 2016 y su relación al valor en libros se presenta en la figura 17.

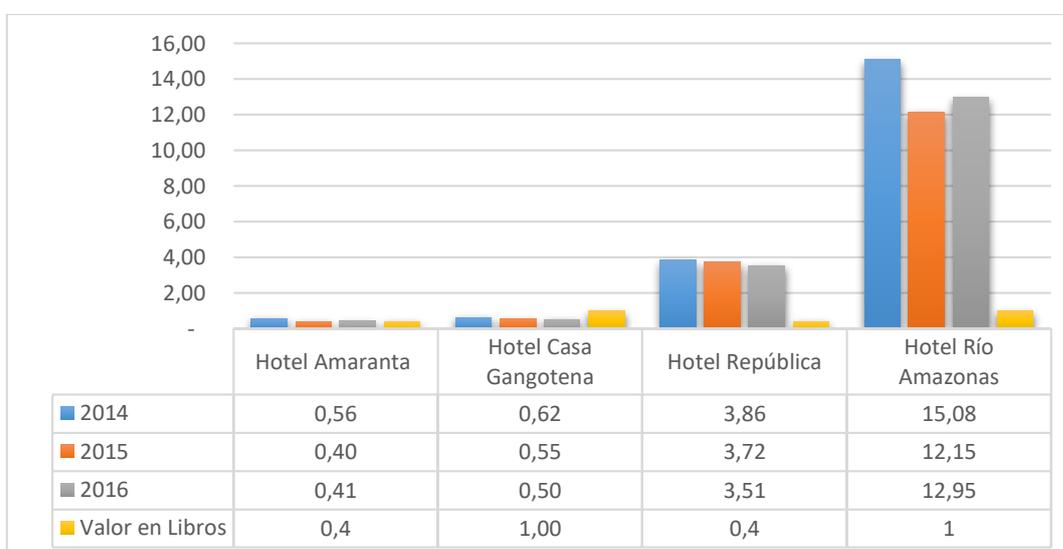


Figura 14. Valor intrínseco por acción, método basado en el balance 2014 -2016

Fuente: Superintendencia de Compañías, Seguros y Valores (2017)

Elaborado por: El autor

Destacar en la figura 14, que el valor por acción del Hotel Amaranta es igual o ligeramente superior al valor en libros, El Hotel Casa Gangotena está por debajo del valor en libros y cada año pierde valor, En el caso de los Hoteles República y Hotel Río Amazonas el valor por acción de cada año estudiado es muy superior al valor en libros pero del 2014 al 2016 tiene una tendencia a perder valor.

3.4 Aplicación del método de flujo de efectivo descontado

3.4.1 Metodología.

Para la determinación del valor patrimonial de las empresas seleccionadas a través del método de valoración del flujo de efectivo descontado, se debe establecer los flujos de efectivos para los próximos seis años del 2017 al 2022, para luego ser descontados a valor presente en base a una tasa de descuento.

En base a los balances y estados de resultados de las empresas de los años 2014 - 2016 publicados a la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros se proyecta los flujos y de estos se determina el valor residual para luego establecer el valor presente con la misma tasa de descuento.

3.4.2 Proyecciones financieras.

Para la realización de proyecciones financieras se parte de establecer los supuestos o asunciones de crecimiento de cada una de las empresas y con ello que se refleje en los estados de resultados y balances.

3.4.2.1 Supuestos de crecimiento.

Entre los supuestos o asunciones de crecimiento que el valorador debe tomar en consideración para la proyección de los estados financieros en particular de las empresas hoteleras están: tarifa promedio histórica por habitación ocupada de cada establecimiento, índice o porcentaje de ocupación promedio por establecimiento, tarifa e índice de ocupación promedio en la ciudad por categorías de establecimientos, costos de venta históricos, porcentaje de costos de venta por establecimiento, volumen de gastos y porcentaje sobre las ventas de cada establecimiento.

Para la proyección de ingresos, se consideró que las asunciones de crecimiento de las ventas, al desconocer las metas y políticas individuales de cada establecimiento, se consideró el crecimiento que estima la Empresa Pública Metropolitana de Gestión de Destino Turístico (2017), partiendo de la evaluación histórica de la tasa de ocupación de los hoteles (TOH) de

la ciudad desde el año 2009. La expectativa de crecimiento en la ocupación de los hoteles para el año 2017 respecto del 2016 es de + 0.5%, el 2018 + 8.48% y a partir de ahí se estima un decrecimiento anual del - 0.37% hasta el 2022.

Otro factor a considerar es el comportamiento de la tarifa promedio por habitación ocupada la cual presente una proyección en crecimiento, considerando que la tarifa promedio según Quito Turismo ha presentado un crecimiento importante en la última década y que se prevé tenga un comportamiento similar para los próximos años. En la tabla 22, se presente el comportamiento de la tarifa promedio de hospedaje en la ciudad de Quito desde el 2009 hasta el 2017 y su proyección hasta el 2022 por categoría de establecimientos.

Tabla 22. Tabla de tarifa de ocupación promedio y proyección 2009 - 2022

Año	Hoteles de lujo 5 estrellas		Hoteles de primera 4 estrellas		Hoteles de segunda 3 estrellas	
	Tarifa Promedio en \$	% de crecimiento	Tarifa Promedio en \$	% de crecimiento	Tarifa Promedio en \$	% de crecimiento
2010	88,6	4,06%	51,7	13,54%	19,9	2,01%
2011	92,9	4,63%	52,7	1,90%	20,6	3,40%
2012	103,9	10,59%	57,2	7,87%	24,7	16,60%
2013	107,5	3,35%	65,9	13,20%	25,6	3,52%
2014	108,4	0,83%	71,1	7,31%	30	14,67%
2015	109,8	1,28%	70,8	-0,42%	29,8	-0,67%
2016	111,3	1,35%	73,2	3,28%	29,3	-1,71%
2017	111,6	0,27%	67,1	-9,09%	25,5	-14,90%
2018	120	6,67%	79	14,99%	31	18,39%
2019	123	2,82%	82	4,23%	32	3,84%
2020	127	2,75%	86	4,06%	34	3,69%
2021	130	2,67%	89	3,90%	35	3,56%
2022	133	2,60%	93	3,76%	36	3,44%

Fuente: Quito Turismo 2007

Elaborado por: El autor

Considerando que cada hotel se encuentra dentro del catastro del DMQ como tipo hotel pero son de diferentes categorías entre ellos, en la tabla 22 se refleja el comportamiento de las tarifas promedio de los hoteles de la ciudad de Quito en las diversas categorías y su proyección hacia el 2022. De las empresas estudiadas, los hoteles República y Amazonas se encuentran en la categoría de hoteles 4 estrellas o de primera, el Hotel Casa Gangotena es considerado en la categoría de lujo, mientras que el hotel Amaranta es considerado en la categoría de segunda o 3 estrellas.

Ingresos

Para la proyección de ingresos de todos los hoteles, se toma como referencia la tasa de crecimiento de la tarifa promedio de los establecimientos hoteleros de Quito por categorías y su proyección al año 2022 como tasa de crecimiento anual de los ingresos de cada uno de los hoteles.

Tabla 23. Proyección de ingresos años 2017 -2022

	2016	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p
Hotel Amaranta		-15%	18%	4%	4%	4%	3%
	157.164,49	133.746,98	158.343,05	164.423,42	170.490,65	176.560,12	182.633,78
Hotel Casa Gangotena		0,27%	6,67%	2,82%	2,75%	2,67%	2,60%
	3.983.018,06	3.993.772,21	4.260.156,82	4.380.293,24	4.500.751,30	4.620.921,36	4.741.065,32
Hotel República		-9,09%	14,99%	4,23%	4,06%	3,90%	3,76%
	703.853,56	639.873,27	735.790,27	766.914,20	798.050,92	829.174,91	860.351,88
Hotel Río Amazonas		-9,09%	14,99%	4,23%	4,06%	3,90%	3,76%
	2.339.077,51	2.126.455,36	2.445.211,02	2.548.643,45	2.652.118,37	2.755.550,99	2.859.159,71

Elaborado por: El autor

Costos y gastos

Las cuentas del estado de resultados de costos y gastos proyectados de las empresas hoteleras se estimaron en base a los porcentajes de cada cuenta que en el último año ha representado en relación a las ventas. Se considera que los costos y gastos son variables en relación al comportamiento de las ventas. Esto se hace ya que no conocemos la política de cada empresa hacia la gestión futura. Los porcentajes de costos y gastos de ventas aplicados para cada empresa se reflejan en la Tabla 24.

Tabla 24. Porcentaje de costos y gastos

% Costos y Gastos	Cuenta	2014	2015	2016	promedio ultimos 3 años	proyección
Hotel Amaranta	costos	15,61%	14,01%	12,40%	14,18%	12,40%
	Gastos de adm. y ventas	81,81%	80,66%	82,42%	81,54%	82,42%
Hotel Casa Gangotena	Costos	12,27%	9,76%	6,52%	8,99%	6,52%
	Gastos de adm. y ventas	89,93%	86,25%	34,69%	65,59%	34,69%
Hotel República	Costo de ventas	37,79%	35,80%	39,88%	37,64%	39,88%
	Gastos de adm. y ventas	33,13%	41,05%	54,15%	41,19%	54,15%
Hotel Río Amazonas	Costo de ventas	41,91%	46,88%	46,51%	44,97%	44,97%
	Gastos de adm. y ventas	29,76%	35,24%	31,61%	32,19%	32,19%

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2017)

Elaborado por: El autor

Activos y Pasivos

Para la proyección de los balances generales existen varios métodos, en este caso se tomará en consideración el método de proyección de balances en base al método de porcentaje de ventas, propuesto por Báez (2014), el mismo que permite proyectar en el tiempo de forma práctica los estados proforma tanto del estado de resultados como del balance general.

Por lo que cada elemento se prevé en la misma proporción del histórico que mantiene cada cuenta respecto de las ventas. En el caso de requerimiento de activos futuros que nos determinará la inversión de capital presupuestado así como determinar el uso del presupuesto en el capital de trabajo.

Para los requerimientos de financiación se considera la política de dividendos que para el caso se plantea que las utilidades no serán distribuidas entre los accionistas sino que se acumularán por el período de estudio para todos los casos. Las utilidades anuales, las reservas y resultados acumulados servirán como fuente de financiación, adicional de deuda en caso de requerirse.

Las cuentas del activo corriente y no corriente tienen relación o conexión con las ventas proyectadas lo que se asume que tiene referencia a la tasa de crecimiento que tenga cada empresa. La diferencia entre el total de activos y total de pasivos más patrimonio, que se presente en la proyección del balance se deberá ajustar mediante una fuente de financiamiento externo ya sea a través del pasivo corriente o del pasivo no corriente, sea que se presente un déficit de financiación o superávit, de tal manera que el balance proyectado este equilibrado.

En este caso para la proyección de los balances generales de las empresas en estudio se consideró las siguientes estimaciones:

- La utilidad neta de cada año será retenida en su totalidad, sumándose a los resultados acumulados.
- Los elementos del balance general que varían en proporción a las ventas estimadas para cada año son los activos corrientes, activos no corrientes y del pasivo las cuentas y documentos por pagar.
- Los elementos del balance general que no variarán en relación a las ventas serán principalmente las del pasivo los mismos que permanecerán constantes y se ajustarán en función de las necesidades de financiación que requieran los activos.

Los balances y estados de resultados proyectados de las empresas son los siguientes:

Tabla 25. Estados de Proyección Financiera Proyectado, Hotel Amaranta

Estado de Posición Financiera

Hotel: INVERSIONES Y NEGOCIOS TURÍSTICOS AMARANTA S.A.

Años terminados al 31 de diciembre

Expresado en dólares de los Estados Unidos de América

	históricos			proyectados					
	2014	2015	2016	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p
ACTIVOS	84094,31	83.579,18	106.377,84	90.527,54	107.175,56	111.291,10	115.397,74	119.505,90	123.616,90
Activo Corriente	24478,27	30.141,10	23.893,24	20.333,15	24.072,41	24.996,79	25.919,18	26.841,90	27.765,26
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	315,6	1.245,18	1.095,50	932,27	1.103,72	1.146,10	1.188,39	1.230,70	1.273,03
Cuentas y Documentos por cobrar	16879,05	24.127,40	19.371,36	16.485,03	19.516,62	20.266,06	21.013,88	21.761,97	22.510,59
Inventarios	4277,38	4.568,52	3.426,38	2.915,85	3.452,07	3.584,63	3.716,91	3.849,23	3.981,64
Activo No Corriente	59616,04	53.438,08	82.484,60	70.194,39	83.103,14	86.294,30	89.478,56	92.664,00	95.851,64
Propiedad, Planta y Equipo, neto	59616,04	53.438,08	82.484,60	70.194,39	83.103,14	86.294,30	89.478,56	92.664,00	95.851,64
PASIVOS	81044,7	63.393,81	85.799,77	71.701,07	88.032,57	91.737,27	95.417,91	99.084,91	102.739,57
Pasivo Corriente	23656,93	24.892,75	28.682,96	22.501,67	29.451,03	31.069,20	32.679,05	34.285,00	35.887,60
Cuentas y Documentos por pagar	9445,99	13.227,37	18.712,25	15.924,12	18.852,57	19.576,51	20.298,88	21.021,52	21.744,66
Otros	14210,94	11.665,38	9.970,71	6.577,54	10.598,46	11.492,69	12.380,17	13.263,48	14.142,93
Pasivos no Corrientes	57387,77	38.501,06	57.116,81	49.199,40	58.581,54	60.668,07	62.738,86	64.799,91	66.851,98
PATRIMONIO	3049,61	20.185,37	20.578,07	18.826,47	19.142,99	19.553,83	19.979,83	20.420,99	20.877,33
Capital Social	2192,58	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00	20.000,00
Reservas y Resultados Acumulados	-1107,63	- 388,41	185,37	578,07	- 1.173,53	- 857,01	- 446,17	- 20,17	420,99
Resultados del Ejercicio	1964,66	573,78	392,70	- 1.751,60	316,52	410,84	426,00	441,16	456,34
PASIVO Y PATRIMONIO	84094,31	83.579,18	106.377,84	90.527,54	107.175,56	111.291,10	115.397,74	119.505,90	123.616,90

Elaborado por: El autor

Tabla 26. Estados de Resultados Proyectados, Hotel Amaranta

Estados de Resultados Integral

Hotel: INVERSIONES Y NEGOCIOS TURÍSTICOS AMARANTA S.A.

Años terminados al 31 de diciembre

Expresado en dólares de los Estados Unidos de América

				-14,90%	18,39%	3,84%	3,69%	3,56%	3,44%
	2014	2015	2016	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p
INGRESOS	223.342,82	225.220,01	157.164,49	133.746,98	158.343,05	164.423,42	170.490,65	176.560,12	182.633,78
Costo de ventas	34.862,34	31.544,34	19.491,99	18.732,44	19.638,16	20.392,26	21.144,74	21.897,49	22.650,76
Utilidad bruta de ventas	188.480,48	193.675,67	137.672,50	115.014,54	138.704,89	144.031,16	149.345,91	154.662,62	159.983,02
Gastos de administración y ventas	182.711,09	181.672,26	129.535,26	110.234,51	130.506,63	135.518,09	140.518,70	145.521,17	150.527,10
Depreciación	3.268,87	6.177,96	6.177,96	5.257,44	6.224,29	6.463,30	6.701,80	6.940,38	7.179,13
Utilidad Operacional	2.500,52	5.825,45	1.959,28	- 477,41	1.973,97	2.049,77	2.125,41	2.201,07	2.276,79
Gastos financieros	188,66	4.786,94	1.497,28	1.274,19	1.508,51	1.566,43	1.624,24	1.682,06	1.739,92
Utilidad antes de impuestos	2.311,86	1.038,51	462,00	- 1.751,60	465,46	483,34	501,17	519,02	536,87
Participación Trabajadores	346,70	155,78	69,30	-	69,82	72,50	75,18	77,85	80,53
Impuestos	573,87	2.308,38	618,53	-	79,13	82,17	85,20	88,23	91,27
Utilidad del período	1.391,29	- 1.425,65	- 225,83	- 1.751,60	316,52	328,67	340,80	352,93	365,07

Elaborado por: El autor

Tabla 27. Estados de Posición Financiera, Hotel Casa Gangotena

Estado de Posición Financiera

Hotel: HOTEL CASAGANGOTENA S.A.

Años terminados al 31 de diciembre

Expresado en dólares de los Estados Unidos de América

	<u>2014</u>	<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2017p</u>	<u>2018p</u>	<u>2019p</u>	<u>2020p</u>	<u>2021p</u>	<u>2022p</u>
ACTIVOS	11.516.960,29	10.297.097,25	9.823.002,50	10.266.704,26	10.951.493,43	11.260.325,55	11.569.984,50	11.878.903,09	12.187.754,57
Activo Corriente	1.951.547,84	1.012.066,33	765.769,61	767.837,19	819.051,93	842.149,19	865.308,30	888.412,03	911.510,74
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	813.050,17	144.202,94	107.104,98	107.394,16	114.557,35	117.787,87	121.027,04	124.258,46	127.489,18
Cuentas y Documentos por cobrar	154.905,63	167.272,81	149.998,18	150.403,18	160.435,07	164.959,34	169.495,72	174.021,25	178.545,81
Inventarios	54.714,42	77.576,83	65.197,73	65.373,76	69.734,19	71.700,70	73.672,47	75.639,52	77.606,15
Otros activos corrientes	928.877,62	623.013,75	443.468,72	444.666,09	474.325,31	487.701,29	501.113,07	514.492,79	527.869,60
Activo No Corriente	9.565.412,45	9.285.030,92	9.057.232,89	9.498.867,07	10.132.441,50	10.418.176,35	10.704.676,20	10.990.491,06	11.276.243,83
Propiedad, Planta y Equipo, neto	9.454.312,37	9.250.321,48	9.011.305,56	9.035.636,09	9.638.313,01	9.910.113,44	10.182.641,56	10.454.518,09	10.726.335,56
Activos intangibles	111.100,08	34.709,44	45.927,33	463.230,99	494.128,49	508.062,92	522.034,65	535.972,97	549.908,27
PASIVOS	5.986.988,30	5.360.835,98	5.364.806,95	5.545.275,04	5.949.272,87	5.969.395,31	5.982.405,08	5.986.753,96	5.983.116,91
Pasivo Corriente	2.049.631,75	738.284,74	1.265.668,57	1.320.373,89	1.455.565,88	1.467.913,13	1.478.143,48	1.485.760,43	1.490.980,23
Cuentas y Documentos por pagar	1.160.000,65	403.648,20	298.885,42	299.692,41	319.681,89	328.696,92	337.736,09	346.753,64	355.769,24
Otros	889.631,10	334.636,54	966.783,15	1.020.681,48	1.135.883,98	1.139.216,21	1.140.407,39	1.139.006,78	1.135.210,99
Pasivos no Corrientes	3.937.356,55	4.622.551,24	4.099.138,38	4.224.901,15	4.493.706,99	4.501.482,18	4.504.261,61	4.500.993,53	4.492.136,68
PATRIMONIO	5.529.971,99	4.936.261,27	4.458.195,55	4.721.429,22	5.002.220,57	5.290.930,23	5.587.579,41	5.892.149,13	6.204.637,66
Capital Social	8.906.909,00	8.906.909,00	8.906.909,00	8.906.909,00	8.906.909,00	8.906.909,00	8.906.909,00	8.906.909,00	8.906.909,00
Reservas y Resultados Acumulados	- 2.664.445,93	- 3.372.621,01	-3.964.499,73	- 4.448.713,45	- 4.185.479,78	- 3.904.688,43	- 3.615.978,77	- 3.319.329,59	- 3.014.759,87
Resultados del Ejercicio	- 712.491,08	- 598.026,72	- 484.213,72	263.233,67	280.791,35	288.709,67	296.649,18	304.569,72	312.488,53
PASIVO Y PATRIMONIO	11.516.960,29	10.297.097,25	9.823.002,50	10.266.704,26	10.951.493,43	11.260.325,55	11.569.984,50	11.878.903,09	12.187.754,57

Elaborado por: El autor

Tabla 29. Estados de Posición Financiera Proyectados, Hotel República

Estado de Posición Financiera

Hotel: INMOBILIARIA DEL POZO LEMOS CIA. LTDA. - HOTEL REPÚBLICA

Años terminados al 31 de diciembre

Expresado en dólares de los Estados Unidos de América

	2014	2015	2016	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p
ACTIVOS	2.180.674,29	2.064.807,72	1.924.226,83	2.015.588,71	2.151.191,00	2.242.186,38	2.333.219,14	2.424.214,69	2.515.365,16
Activo Corriente	519.735,26	435.629,57	330.990,66	422.352,54	485.663,19	506.206,74	526.758,73	547.302,32	567.880,89
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	225.163,84	157.514,18	131.277,08	119.036,17	136.879,69	142.669,70	148.462,09	154.252,11	160.051,99
Cuentas y Documentos por cobrar	190.147,85	161.033,25	107.005,93	200.372,43	230.408,25	240.154,52	249.904,80	259.651,08	269.413,97
Inventarios	94.502,43	111.232,82	86.676,50	93.393,94	107.393,69	111.936,44	116.481,06	121.023,82	125.574,32
Otros activos corrientes	9.921,14	5.849,32	6.031,15	9.550,01	10.981,56	11.446,08	11.910,79	12.375,31	12.840,62
Activo No Corriente	1.660.939,03	1.629.178,15	1.593.236,17	1.593.236,17	1.665.527,81	1.735.979,64	1.806.460,41	1.876.912,37	1.947.484,27
Propiedad, Planta y Equipo, neto	1.660.939,03	1.629.178,15	1.593.236,17	1.593.236,17	1.665.527,81	1.735.979,64	1.806.460,41	1.876.912,37	1.947.484,27
PASIVOS	248.993,04	204.632,46	164.571,14	189.639,53	246.556,30	255.537,76	261.226,85	263.550,32	262.694,64
Pasivo Corriente	144.072,55	92.131,60	54.232,17	59.650,11	79.877,25	83.594,51	86.324,48	88.044,34	88.812,20
Cuentas y Documentos por pagar	140.147,43	47.523,63	33.043,78	30.040,10	34.543,11	36.004,29	37.466,06	38.927,24	40.390,90
Otros	3.925,12	44.607,97	21.188,39	29.610,01	45.334,14	47.590,22	48.858,42	49.117,10	48.421,30
Pasivos no Corrientes	104.920,49	112.500,86	110.338,97	129.989,42	166.679,05	171.943,26	174.902,38	175.505,98	173.882,44
PATRIMONIO	1.931.681,25	1.860.175,26	1.759.655,69	1.825.949,18	1.904.634,70	1.986.648,61	2.071.992,29	2.160.664,37	2.252.670,53
Capital Social	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00	200.000,00
Reservas y Resultados Acumulados	1.565.692,24	1.565.692,24	1.567.591,11	1.559.655,69	1.625.949,18	1.704.634,70	1.786.648,61	1.871.992,29	1.960.664,37
Resultados del Ejercicio	165.989,01	94.483,02	- 7.935,42	66.293,49	78.685,52	82.013,91	85.343,68	88.672,08	92.006,15
PASIVO Y PATRIMONIO	2.180.674,29	2.064.807,72	1.924.226,83	2.015.588,71	2.151.191,00	2.242.186,38	2.333.219,14	2.424.214,69	2.515.365,16

Elaborado por: El autor

Tabla 31. Estados de Posición Financiera Proyectados, Hotel Río Amazonas

Estado de Posición Financiera

Hotel: HOTEL RIO AMAZONAS APARTSUIT S.A.

Años terminados al 31 de diciembre

Expresado en dólares de los Estados Unidos de América

	2014	2015	2016	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p
ACTIVOS	4.894.444,08	4.768.982,19	4.476.137,11	4.462.317,27	4.282.092,80	4.463.225,33	4.644.432,28	4.825.565,14	5.007.006,39
Activo Corriente	508.623,58	488.230,36	375.621,29	361.801,45	416.035,49	433.633,79	451.239,32	468.837,65	486.465,95
Efectivo y Equivalentes de Efectivo	187.220,74	137.507,38	100.252,72	112.030,21	128.823,53	134.272,77	139.724,24	145.173,49	150.632,01
Cuentas y Documentos por cobrar	249.045,66	295.510,12	220.180,99	201.594,07	231.813,02	241.618,72	251.428,44	261.234,14	271.056,55
Inventarios	65.611,55	50.081,56	49.888,60	43.649,39	50.192,43	52.315,57	54.439,58	56.562,73	58.689,48
Otros activos corrientes	6.745,63	5.131,30	5.298,98	4.527,78	5.206,50	5.426,73	5.647,06	5.867,29	6.087,90
Activo No Corriente	4.385.820,50	4.280.751,83	4.100.515,82	4.100.515,82	3.866.057,32	4.029.591,54	4.193.192,96	4.356.727,48	4.520.540,44
Propiedad, Planta y Equipo, neto	4.372.615,31	4.280.751,83	4.100.515,82	4.100.515,82	3.866.057,32	4.029.591,54	4.193.192,96	4.356.727,48	4.520.540,44
Otros activos no corrientes	13.205,19	-	-	-	-	-	-	-	-
PASIVOS	1.577.825,90	2.095.353,38	1.626.452,50	1.473.748,35	1.108.278,61	1.096.329,99	1.076.616,70	1.048.993,43	1.013.829,33
Pasivo Corriente	730.327,74	874.971,63	513.688,27	494.476,33	537.149,64	549.342,93	561.208,74	572.825,76	584.167,71
Cuentas y Documentos por pagar	698.149,71	874.971,63	513.688,27	494.476,33	537.149,64	549.342,93	561.208,74	572.825,76	584.167,71
Otros	32.178,03	-	-	-	-	-	-	-	-
Pasivos no Corrientes	538.403,87	1.220.381,75	1.112.764,23	979.272,02	571.128,98	546.987,06	515.407,96	476.167,67	429.661,61
Pasivos diferidos	309.094,29								
PATRIMONIO	3.316.618,18	2.673.628,81	2.849.684,61	2.988.568,92	3.173.814,19	3.366.895,33	3.567.815,57	3.776.571,70	3.993.177,06
Capital Social	220.000,00	220.000,00	220.000,00	220.000,00	220.000,00	220.000,00	220.000,00	220.000,00	220.000,00
Reservas y Resultados Acumulados	2.709.934,85	2.273.541,98	2.495.168,29	2.629.684,61	2.768.568,92	2.953.814,19	3.146.895,33	3.347.815,57	3.556.571,70
Resultados del Ejercicio	386.683,33	180.086,83	134.516,32	138.884,31	185.245,27	193.081,14	200.920,24	208.756,13	216.605,36
PASIVO Y PATRIMONIO	4.894.444,08	4.768.982,19	4.476.137,11	4.462.317,27	4.282.092,80	4.463.225,33	4.644.432,28	4.825.565,14	5.007.006,39

Elaborado por: El autor

3.4.3 Tasa de descuento.

La tasa de descuento según Jaramillo (2010), término también se lo conoce como costo de capital o costos promedio ponderado de capital que por sus siglas en inglés se lo conoce como WACC (*weighted average cost of capital*).

Se debe considerar para calcular la tasa de descuento o WACC dos aspectos decisivos según lo destaca Hernández (2014), primeramente la prima de riesgos en función de la rentabilidad esperada por los accionistas y en relación al sector en que se desenvuelven y la determinación de los costos de la deuda a los que se pueda financiar. Las variables requeridas para determinar el WACC:

Tasa pasiva.

Según el Banco Central del Ecuador (2017) la tasa pasiva a enero 2017 es de 5.08%.

Riesgo País.

El riesgo país a julio 2017 es de 684 puntos.

Inflación.

El índice de precios al consumidor anual al mes de enero 2017 según el Banco Central del Ecuador (2017) fue de 0.90%.

Tasa activa.

En junio 2017 la tasa mínima fue de 7.72%, la tasa máxima del 17.30%.

Tasa libre de riesgo Rf.

Prima de riesgo de la industria hotelera local del 5%.

Riesgo del negocio.

De acuerdo a Damodaran (2017), el Beta para la industria hotelera es de 0,96.

3.4.4 Cálculo de la tasa de descuento.

Para determinar el costo de capital se utiliza la siguiente ecuación planteada por Vizcaíno & Yépez (2015).

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

Para poder aplicar la ecuación primeramente debemos calcular el costo de la deuda de la empresa (KD) y el costo de capital propio de la empresa (KE), para lo que se aplica los siguientes criterios.

Según lo propone Santana (2013) se debe aplicar la siguiente ecuación:

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

Donde:

Rf = Tasa libre de riesgo de la industrial = 5%

Bi = Beta de la industria = 0.96

(E (Rm) = Rendimiento esperado (tasa pasiva) = 5.08%

CRx = Prima por riesgo del país 684

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

$$KE = 5\% + 0.96*(5.08\%-5\%) + 6.84\%$$

$$KE = 5\% + 0.96* (0.08\%) + 6.84\%$$

$$KE = 5\% + 0.0768\% + 6.84\%$$

$$KE = 11.91\%$$

El costo de la deuda Kd o tasa promedio de la deuda se la obtiene de la ecuación Vizcaíno & Yépez (2015):

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

Donde

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

Al aplicarse para cada empresa los resultados son los presentados en la tabla 33:

Tabla 33. Costo de la deuda de la empresa Kd

	% de Deuda no Corriente	Tasa Activa (l/p) BCE	% de Deuda Corriente	Tasa Activa (c/p) BCE	Tasa de impuestos	KD Costo del Capital
Hotel Amaranta	66,57%	17,30%	33,43%	7,72%	37,00%	13,14%
Hotel Casa Gangotena	76,41%	17,30%	23,59%	7,72%	37,00%	14,37%
Hotel República	67,10%	17,30%	32,90%	7,72%	37,00%	13,21%
Hotel Río Amazonas	68,42%	17,30%	31,58%	7,72%	37,00%	13,37%

Elaborado por: El autor

Una vez determinado el costo de la deuda de la empresa y el costo de capital propio podemos aplicar la ecuación del WACC o costo promedio ponderado de capital en la ecuación siguiente:

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

Donde:

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 de capital propio de la empresa

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

Al aplicar la ecuación para cada una de las empresas en estudio obtenemos los resultados que se presentan en la tabla 34.

Tabla 34. Determinación del WACC por empresa

	(KD) Costo del Capital	% D Proporción de la Deuda	(KE) Costo del Capital Propio	% E Proporción del Capital	WACC
Hotel Amaranta	13,14%	80,66%	11,91%	19,34%	12,90%
Hotel Casa Gangotena	14,37%	54,61%	11,91%	45,39%	13,25%
Hotel República	13,21%	8,72%	11,91%	91,28%	12,02%
Hotel Río Amazonas	13,37%	36,34%	11,91%	63,66%	12,44%

Elaborado por: El autor

3.4.5 Valoración de las empresas.

Tabla 35. Flujos de efectivo proyectados, Hotel Amaranta

Flujos de Efectivo proyectados

Hotel: INVERSIONES Y NEGOCIOS TURÍSTICOS AMARANTA S.A.

Años terminados al 31 de diciembre

Expresado en dólares de los Estados Unidos de América

	<u>2017p</u>	<u>2018p</u>	<u>2019p</u>	<u>2020p</u>	<u>2021p</u>	<u>2022p</u>
FLUJO DE FONDOS OPERATIVOS (FFO)						
Resultados antes de impuestos	- 1.751,60	465,46	483,34	501,17	519,02	536,87
(+) Depreciaciones	5.257,44	6.224,29	6.463,30	6.701,80	6.940,38	7.179,13
(-) Participación de Trabajadores e impuestos	-	148,95	154,67	160,38	166,08	171,80
Flujo de Fondos Operativos	3.505,85	6.540,80	6.791,97	7.042,59	7.293,31	7.544,20
FLUJO DE FONDOS DE CAPITAL (FFC)						
Propiedad, planta y Equipo al inicio	82.484,60	70.194,39	83.103,14	86.294,30	89.478,56	92.664,00
(-) Propiedad, planta y Equipo al final	70.194,39	83.103,14	86.294,30	89.478,56	92.664,00	95.851,64
Flujo de fondos de Capital	12.290,21	- 12.908,75	- 3.191,16	- 3.184,26	- 3.185,44	- 3.187,64
FLUJO DE CAPITAL DE TRABAJO (FCT)						
Capital de trabajo inicial	- 4.789,72	- 2.168,52	- 5.378,62	- 6.072,41	- 6.759,88	- 7.443,10
(-) Capital de trabajo final	- 2.168,52	- 5.378,62	- 6.072,41	- 6.759,88	- 7.443,10	- 8.122,34
Flujo de Capital de Trabajo	- 2.621,20	3.210,10	693,79	687,47	683,22	679,24
FLUJO DE EFECTIVO FINAL (FFO + FFC + FCT)	13.174,85	- 3.157,85	4.294,60	4.545,80	4.791,10	5.035,80

Elaborado por: El autor

Tabla 36. Flujos de Efectivo Proyectados, Hotel Casa Gangotena

Flujos de Efectivo proyectados

Hotel: HOTEL CASAGANGOTENA S.A.

Años terminados al 31 de diciembre

Expresado en dólares de los Estados Unidos de América

	<u>2017p</u>	<u>2018p</u>	<u>2019p</u>	<u>2020p</u>	<u>2021p</u>	<u>2022p</u>
FLUJO DE FONDOS OPERATIVOS (FFO)						
Resultados antes de impuestos	397.034,19	423.516,37	435.459,53	447.434,66	459.381,17	471.325,08
(+) Depreciaciones	222.133,23	236.949,52	243.631,50	250.331,36	257.015,21	263.697,61
(-) Participación de Trabajadores e impuestos	133.800,52	142.725,02	146.749,86	150.785,48	154.811,45	158.836,55
Flujo de Fondos Operativos	485.366,90	517.740,87	532.341,16	546.980,55	561.584,93	576.186,14
FLUJO DE FONDOS DE CAPITAL (FFC)						
Propiedad, planta y Equipo al inicio	9.011.305,56	9.035.636,09	9.638.313,01	9.910.113,44	10.182.641,56	10.454.518,09
(-) Propiedad, planta y Equipo al final	9.035.636,09	9.638.313,01	9.910.113,44	10.182.641,56	10.454.518,09	10.726.335,56
Flujo de fondos de Capital	- 24.330,53	- 602.676,93	- 271.800,43	- 272.528,12	- 271.876,53	- 271.817,47
FLUJO DE CAPITAL DE TRABAJO (FCT)						
Capital de trabajo inicial	- 499.898,96	- 552.536,70	- 636.513,95	- 625.763,94	- 612.835,18	- 597.348,40
(-) Capital de trabajo final	- 552.536,70	- 636.513,95	- 625.763,94	- 612.835,18	- 597.348,40	- 579.469,49
Flujo de Capital de Trabajo	52.637,74	83.977,25	- 10.750,01	- 12.928,76	- 15.486,78	- 17.878,91
FLUJO DE EFECTIVO FINAL						
(FFO + FFC + FCT)	513.674,12	- 958,81	249.790,73	261.523,67	274.221,61	286.489,75

Elaborado por: El autor

Tabla 37. Flujos de Efectivos Proyectados, Hotel República

Flujos de Efectivo proyectados

Hotel: INMOBILIARIA DEL POZO LEMOS CIA. LTDA. - HOTEL REPÚBLICA

Años terminados al 31 de diciembre

Expresado en dólares de los Estados Unidos de América

	<u>2017p</u>	<u>2018p</u>	<u>2019p</u>	<u>2020p</u>	<u>2021p</u>	<u>2022p</u>
FLUJO DE FONDOS OPERATIVOS (FFO)						
Resultados antes de impuestos	99.990,18	118.681,02	123.701,23	128.723,50	133.743,71	138.772,48
(+) Depreciaciones	35.420,01	37.027,16	38.593,41	40.160,30	41.726,55	43.295,47
(-) Participación de Trabajadores e impuestos	33.696,69	39.995,50	41.687,31	43.379,82	45.071,63	46.766,32
Flujo de Fondos Operativos	101.713,50	115.712,68	120.607,32	125.503,98	130.398,64	135.301,62
FLUJO DE FONDOS DE CAPITAL (FFC)						
Propiedad, planta y Equipo al inicio	1.593.236,17	1.593.236,17	1.665.527,81	1.735.979,64	1.806.460,41	1.876.912,37
(-) Propiedad, planta y Equipo al final	1.593.236,17	1.665.527,81	1.735.979,64	1.806.460,41	1.876.912,37	1.947.484,27
Flujo de fondos de Capital	-	- 72.291,64	- 70.451,83	- 70.480,77	- 70.451,96	- 70.571,91
FLUJO DE CAPITAL DE TRABAJO (FCT)						
Capital de trabajo inicial	276.758,49	362.702,43	405.785,94	422.612,23	440.434,26	459.257,98
(-) Capital de trabajo final	362.702,43	405.785,94	422.612,23	440.434,26	459.257,98	479.068,69
Flujo de Capital de Trabajo	- 85.943,94	- 43.083,51	- 16.826,29	- 17.822,03	- 18.823,73	- 19.810,71
FLUJO DE EFECTIVO FINAL						
(FFO + FFC + FCT)	15.769,56	337,53	33.329,21	37.201,18	41.122,95	44.919,01

Elaborado por: El autor

Tabla 38. Flujo de Efectivo Proyectado, Hotel Río Amazonas

Flujos de Efectivo proyectados

Hotel: HOTEL RIO AMAZONAS APARTSUIT S.A.

Años terminados al 31 de diciembre

Expresado en dólares de los Estados Unidos de América

	<u>2017p</u>	<u>2018p</u>	<u>2019p</u>	<u>2020p</u>	<u>2021p</u>	<u>2022p</u>
FLUJO DE FONDOS OPERATIVOS (FFO)						
Resultados antes de impuestos	209.478,60	279.404,63	291.223,45	303.047,12	314.865,96	326.704,91
(+) Depreciaciones	186.042,10	175.404,62	182.824,24	190.246,90	197.666,53	205.098,79
(-) Participación de Trabajadores e impuestos	70.594,29	94.159,36	98.142,30	102.126,88	106.109,83	110.099,56
Flujo de Fondos Operativos	324.926,41	360.649,89	375.905,38	391.167,14	406.422,66	421.704,15
FLUJO DE FONDOS DE CAPITAL (FFC)						
Propiedad, planta y Equipo al inicio	4.100.515,82	4.100.515,82	3.866.057,32	4.029.591,54	4.193.192,96	4.356.727,48
(-) Propiedad, planta y Equipo al final	4.100.515,82	3.866.057,32	4.029.591,54	4.193.192,96	4.356.727,48	4.520.540,44
Flujo de fondos de Capital	-	234.458,50	- 163.534,22	- 163.601,42	- 163.534,53	- 163.812,95
FLUJO DE CAPITAL DE TRABAJO (FCT)						
Capital de trabajo inicial	- 138.066,98	- 132.674,88	- 121.114,15	- 115.709,14	- 109.969,42	- 103.988,11
(-) Capital de trabajo final	- 132.674,88	- 121.114,15	- 115.709,14	- 109.969,42	- 103.988,11	- 97.701,76
Flujo de Capital de Trabajo	- 5.392,10	- 11.560,73	- 5.405,00	- 5.739,72	- 5.981,31	- 6.286,35
FLUJO DE EFECTIVO FINAL						
(FFO + FFC + FCT)	319.534,31	583.547,66	206.966,15	221.826,00	236.906,82	251.604,85

Elaborado por: El autor

3.4.5.1 Valor residual.

El valor residual representa el valor presente de una anualidad de la empresa a partir del último período proyectado, lo que estima es una renta perpetua y se lo calcula mediante la siguiente fórmula Vizcaíno & Yépez (2015):

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

Donde:

R = Flujo del último año proyectado 2022

g = Tasa de crecimiento a perpetuidad para R (inflación)

WACC = Tasa de descuento calculada de cada empresa

n = número de años de duración del período proyectado

En la tabla 39 se presenta el valor residual de cada una de las empresas en estudio.

Tabla 39. Valor presente de una anualidad, valor residual

	Flujo del último año proyectado (R)	Tasa de Crecimiento a perpetuidad (Inflación)	Tasa de Descuento WACC	Años del período proyectado (n)	Valor Residual VPA
<i>Hotel Amaranta</i>	5.035,80	0,90%	12,90%	6	20.482,84
<i>Hotel Casa Gangotena</i>	286.489,75	0,90%	13,25%	6	1.115.215,94
<i>Hotel República</i>	44.919,01	0,90%	12,02%	6	208.548,31
<i>Hotel Río Amazonas</i>	251.604,85	0,90%	12,44%	6	1.097.259,04

Elaborado por: El autor

3.4.5.2 Valor presente de los flujos de efectivo.

Tomando como base los flujos de efectivo netos de las empresas proyectadas, se establece el valor presente considerando la tasa de descuento WACC y con ello el valor de la empresa. En las siguientes tablas se presenta el cálculo del valor de cada una de las empresas con el método planteado.

Tabla 40. Valor Presente, Hotel Amaranta

Valor Presente de la empresa

Hotel: INVERSIONES Y NEGOCIOS TURÍSTICOS AMARANTA S.A.

Años terminados al 31 de diciembre

Expresado en dólares de los Estados Unidos de América

	<u>2017p</u>	<u>2018p</u>	<u>2019p</u>	<u>2020p</u>	<u>2021p</u>	<u>2022p</u>	<u>Perpetuidad</u>
FLUJO DE EFECTIVO	13.174,85	- 3.157,85	4.294,60	4.545,80	4.791,10	5.035,80	5.035,80
WACC	13%	13%	13%	13%	13%	13%	13%
Flujo de Efectivo Descontado	11.669,07	- 2.477,26	2.983,97	2.797,51	2.611,48	2.431,14	20.482,84

Valor presente de los
flujos

20.015,91

(+)Valor presente de
la anualidad

20.482,84

**(=)Valor de la
empresa**

40.498,75

Valor de la acción = $\frac{\text{Valor de la empresa}}{\text{Número de acciones}}$

Valor de la acción = $\frac{40.498,75}{50.000,00}$

Valor de la acción = 0,81

Elaborado por: El autor

Tabla 41. Valor Presente, Hotel Casa Gangotena

Valor Presente de la Empresa

Hotel: HOTEL CASAGANGOTENA S.A.

Años terminados al 31 de diciembre

Expresado en dólares de los Estados Unidos de América

	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	Perpetuidad
FLUJO DE EFECTIVO FINAL	513.674,12	- 958,81	249.790,73	261.523,67	274.221,61	286.489,75	286.489,75
WACC	13,25%	13,25%	13,25%	13,25%	13,25%	13,25%	13,25%
Flujo de Efectivo Descontado	453.570,03	- 747,56	171.967,47	158.978,23	147.192,27	135.784,15	1.115.215,94

Valor presente de los
flujos

1.066.744,60

(+) Valor presente de la
anualidad

1.115.215,94

(=) Valor de la empresa

2.181.960,54

$$\text{Valor de la acción} = \frac{\text{Valor de la empresa}}{\text{Número de acciones}}$$

$$\text{Valor de la acción} = \frac{2.181.960,54}{8.906.909,00}$$

$$\text{Valor de la acción} = \mathbf{0,24}$$

Elaborado por: El autor

Tabla 42. Valor Presente, Hotel República

Valor Presente de la Empresa

Hotel: INMOBILIARIA DEL POZO LEMOS CIA. LTDA. - HOTEL REPÚBLICA

Años terminados al 31 de diciembre

Expresado en dólares de los Estados Unidos de América

	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	Perpetuidad
FLUJO DE EFECTIVO FINAL	15.769,56	337,53	33.329,21	37.201,18	41.122,95	44.919,01	44.919,01
WACC	12,02%	12,02%	12,02%	12,02%	12,02%	12,02%	12,02%
Flujo de Efectivo Descontado	14.077,05	268,96	23.708,32	23.622,42	23.310,09	22.729,07	208.548,31

Valor presente de los flujos

107.715,91

(+) Valor presente de la anualidad

208.548,31

(=) Valor de la empresa

316.264,22

$$\text{Valor de la acción} = \frac{\text{Valor de la empresa}}{\text{Número de acciones}}$$

$$\text{Valor de la acción} = \frac{316.264,22}{500.000,00}$$

$$\text{Valor de la acción} = 0,63$$

Elaborado por: El autor

Tabla 43. Valor Presente, Hotel Río Amazonas

Valor Presente de la Empresa

Hotel: HOTEL RIO AMAZONAS APARTSUIT S.A.

Años terminados al 31 de diciembre

Expresado en dólares de los Estados Unidos de América

	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	Perpetuidad
FLUJO DE EFECTIVO FINAL	319.534,31	583.547,66	206.966,15	221.826,00	236.906,82	251.604,85	251.604,85
WACC	12,44%	12,44%	12,44%	12,44%	12,44%	12,44%	12,44%
Flujo de Efectivo Descontado	284.178,79	461.556,28	145.586,74	138.774,32	131.810,01	124.498,46	1.097.259,04

Valor presente de los flujos

1.286.404,59

(+) Valor presente de la anualidad

1.097.259,04

(=) Valor de la empresa

2.383.663,63

$$\text{Valor de la acción} = \frac{\text{Valor de la empresa}}{\text{Número de acciones}}$$

$$\text{Valor de la acción} = \frac{2.383.663,63}{220.000,00}$$

$$\text{Valor de la acción} = \mathbf{10,83}$$

Elaborado por: El autor

3.5 Análisis de los resultados

Tras la aplicación de los métodos de valoración de empresas del valor patrimonial o valor contable y el método de flujos de efectivo, se procede a hacer un análisis que nos permita ver cuál es el valor de cada una de las empresas en estudio en los métodos aplicados y su relación con el valor nominal de sus acciones.

La relación del valor de las empresas obtenidas en función de los métodos aplicados, se resume en la tabla 44.

Tabla 44. Valor de las empresas comparado

	Método del Valor Contable	Método de Flujos de Efectivo Descontados	Relación FED / VC
Hotel Amaranta	20.578,07	40.498,75	49,19%
Hotel Casa Gangotena	4.458.195,55	2.181.960,54	-104,32%
Hotel República	1.756.467,48	316.264,22	-455,38%
Hotel Río Amazonas	2.849.684,61	2.383.663,63	-19,55%

Elaborado por: El autor

Al aplicar los dos métodos de valoración a las empresas hoteleras se obtuvo los resultados que se resumen en la tabla 44, es destacable la pérdida de valor que tendrían los hoteles República, Casa Gangotena y aunque no tan significativa el hotel Río Amazonas al proyectarse en el tiempo en relación al valor actual. Mientras que el hotel Amaranta sería el único que crece notoriamente entre las valoración por el Método Contable o Patrimonial y el Método de Flujos de Efectivo Descontados.

En las siguientes gráficas se reflejan los valores de las empresas bajo los métodos aplicados.

En la figura 15 se refleja el valor del Hotel Amaranta bajo los métodos de valoración, según la información disponible y las proyecciones, la valoración determina que la empresa en proyección tendría un valor dos mayor que el valor establecido por el método de valoración patrimonial. Lo que refleja que la empresa en el tiempo tendrá un crecimiento importante.

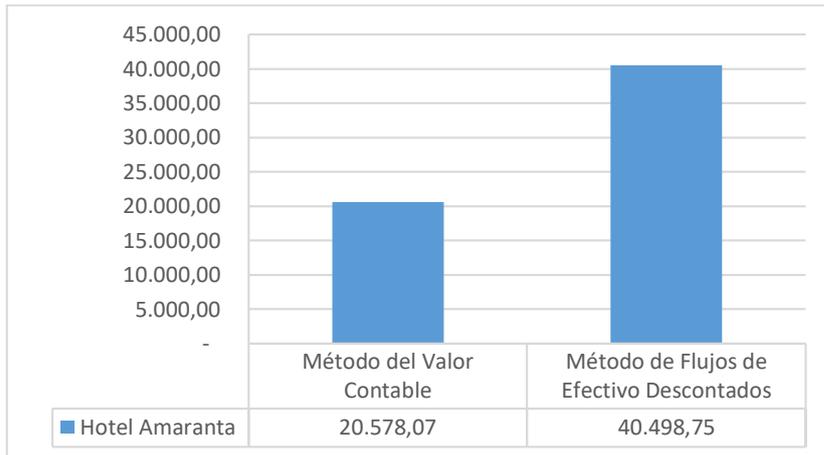


Figura 15 Hotel Amaranta - comparación de valoración
Elaborado por El autor

El Hotel Casa Gangotena según se refleja en la Figura 16, su valor por el método de flujos de efectivo es la mitad del valor contable al establecido del 2016.

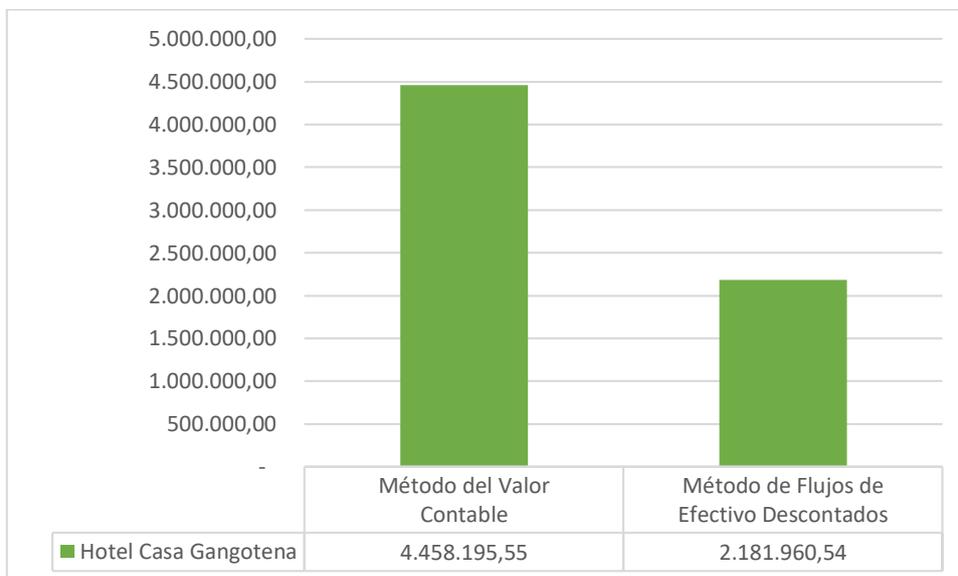


Figura 16 Hotel Casa Gangotena - comparación de valoración
Elaborado por: El autor

La situación del Hotel República, se refleja en la Figura 17, en donde se destaca que el valor contable del hotel es representativamente superior al que se determinó por el método de flujo de efectivo. Lo que implica que si la empresa mantiene su modelo de gestión financiera en el futuro llegue a perder valor.

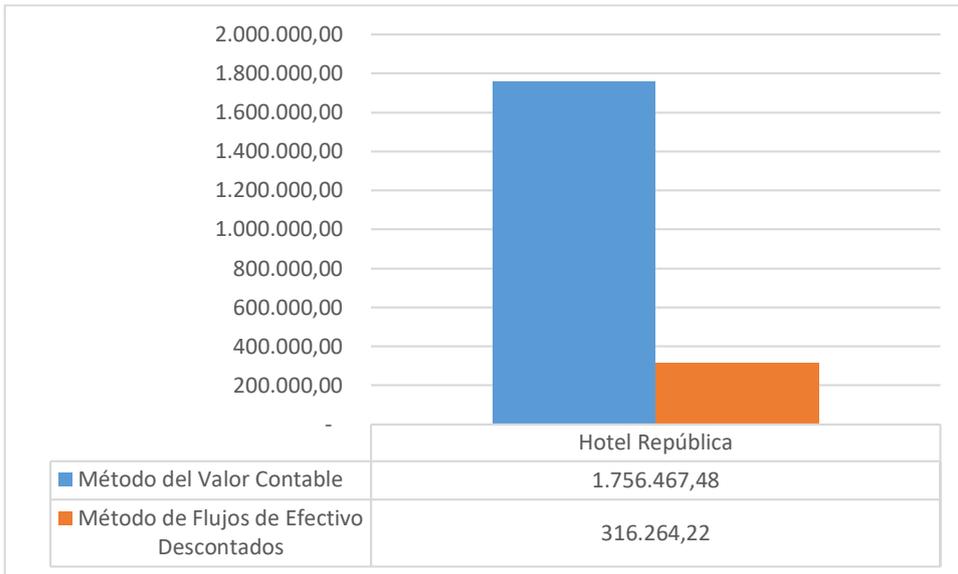


Figura 17 Hotel República - comparación de valoración
Elaborado por: El autor

En la figura 18 se refleja los resultados del proceso de valoración del Hotel Río Amazonas en el que se constata que el valor determinado por el método de flujos de efectivo inferior al valor bajo el método contable en un 20%.

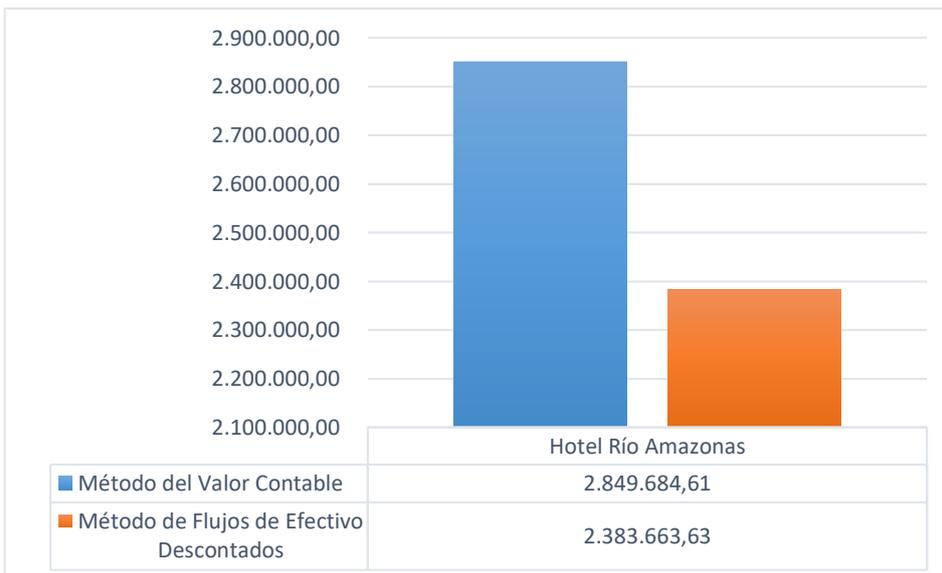


Figura 18 Hotel Río Amazonas - comparación de valoración
Elaborado por: El autor

Al analizar el comportamiento del valor de las acciones de las empresas en relación a su valor nominal y el valor obtenido por los métodos del valor contable y de flujos de caja libre, se aprecia lo siguiente.

Tabla 45. Valor de las Acciones Comparado

	Valor Nominal	Método del Valor Contable	Método de Flujos de Efectivo Descontados
Hotel Amaranta	0,4	0,41	0,81
Hotel Casa Gangotena	1,00	0,50	0,24
Hotel República	0,4	3,51	0,63
Hotel Río Amazonas	1	12,95	10,83

Elaborado por: El autor

El valor de las acciones de las empresas hoteleras en estudio tienen un comportamiento similar al valor de la empresa; los hoteles Amaranta incrementa el valor de sus acciones en el tiempo de manera significativa en relación a su valor nominal y al valor actual según el método contable.

Por su parte el valor de las acciones del hotel Casa Gangotena bajo el método de flujos de efectivo pierde su valor en relación al valor establecido por el método del valor contable y valor nominal.

El hotel República pierde valor en el tiempo en relación al valor obtenido por el método contable pero conserva un valor superior al valor nominal.

El valor por acción del hotel Amazonas por el método de flujos de efectivo es inferior al valor de las acciones por el método del valor contable o patrimonial no obstante la valoración de la acción a la fecha como en el tiempo es significativamente superior al valor nominal.

De acuerdo al estudio realizado, los métodos de valoración de empresas propuestos son aplicables de manera adecuada en las empresas de la industria hotelera, en el caso del método patrimonial o del valor contable nos permite conocer cuál es el valor de la empresa en base a los resultados obtenidos de la operación de la empresa al momento de la valoración y esto le da al valorador o quien analiza los resultados cual es el valor desde un tiempo corto en el pasado a la fecha de valoración.

Por su parte el método de valoración de las empresas por el método de flujos de efectivo descontados, que como lo destaca Fernández (2016), se constituye en el único que resulta conceptualmente correcto por lo que considera a la empresa como un generadora de flujos de efectivo en el transcurso del tiempo. En el caso de estudio de las empresas hoteleras este método de valoración se ajusta a las características de la industria en que visualizan en operaciones durante un tiempo indeterminado.

CONCLUSIONES

- Las metodologías de valoración de empresas sean las tradicionales o modernas de los estados financieros de las empresas permite determinar el valor de las empresas, lo que brinda los usuarios: propietarios, administradores y terceros conocer cuál es la situación de la empresa según el método utilizado.
- La aplicación del método de valoración patrimonial, permitió conocer que el valor de las acciones del Hotel Amaranta están a la par del valor nominal; que el Hotel Casa Gangotena está por debajo de su valor nominal mientras que los hoteles República y Río Amazonas su valor por acción es significativamente superior al valor nominal, resultados que deben ser analizados con las precauciones que implica el hecho que esté método es demasiado estático ya que no considera otras variables importantes como la inflación, las tasas de interés o situación de la industria durante el tiempo de estudio de valoración.
- La aplicación del método de valoración por flujos de efectivos estableció el valor de las empresas estudiadas solo el Hotel Amaranta tendría el valor por acción de USD 0,81 siendo 2 veces su valor nominal, mientras las otras tres empresas perderían valor en relación a su valor contable a la fecha. El valor por acción del Hotel Casa Gangotena sería de USD 0,24, inferior del valor nominal por acción (USD 1,00). El Hotel República refleja que sus acciones tendrían un valor por arriba del valor nominal pero inferior al valor patrimonial que reflejan los resultados del 2016. Por su parte el Hotel Río Amazonas sus acciones por este método reflejan que la cada acción de la empresa estaría en USD \$ 10,83 siendo el de mayor valoración por acción de los cuatro estudiados.
- De los casos estudiados nos permite aseverar que las empresas hoteleras pequeñas y medianas de la ciudad de Quito, a pesar de encontrarse en la misma industria registran realidades diversas y que deben ser analizadas para que las decisiones comerciales, administrativas y financieras sean en beneficios de cada empresa y de sus accionistas.
- Los métodos aplicados de valoración podrán ser ejecutado en diversas empresas de la industria o de otras industrias relacionadas del país y con los resultados que se obtengan se podrán analizar y tomar decisiones según los intereses de inversionistas o propietarios.

RECOMENDACIONES

- A los accionistas, propietarios y administradores de los hoteles valorados a tomar como referencia los resultados presentados para que toman decisiones respecto de su gestión inmediata y mediata de tal manera que sus empresas conserven su valor o mejor la situación patrimonial de su inversión.
- Se pone en consideración de empresarios y administradores del sector alojamiento, una herramienta para valorar a las empresas, bajo los métodos aplicados en este estudio, con la finalidad de que conozcan el valor de sus empresas y el futuro que estas tendrán en función de las variables que se consideran en cada caso.
- Que para la valoración de empresa se la realice con información oficial provista por la Superintendencia de Compañías del Ecuador y que esta sea contrastada con la información contable de cada empresa a fin de los resultados de las valoraciones sea veraz y brinde mayor seguridad sobre los resultados obtenidos.
- Para poder contar con información acerca de las variables que afectan a la industria, organizaciones sectoriales, instituciones de educaciones superior, instituciones gubernamentales del estado y locales dispongan de estudios permanentes de información que permita realizar estudios particulares más cercanos a la realidad.
- Incentivar a los empresarios a buscar nuevos horizontes a través de nuevas inversiones o ampliaciones de sus empresas que les permitan mejorar sus ganancias y valor a sus negocios, dando apertura a nuevos inversionistas o con la reinversión de las utilidades.
- Fomentar entre los empresarios, accionistas y administradores de las pequeñas y medianas empresas de la industria hotelera del país, la valoración de sus empresas que les permita conocer desde una visión financiera distinta sus empresas y que sobre esa base se planteen nuevas metas y objetivos hacia el futuro.

BIBLIOGRAFÍA

- Álvarez, R., García, K., & Borraez, A. (Junio de 2006). Las razones para valorar una empresa y los métodos empleados. *Semestre Económico*, 9(18), 59-83. Recuperado el Octubre de 2017
- Álvarez, R., García, K., & Borraez, A. (16 de Junio de 2006). *www.revistas.udem.edu.co*. Recuperado el 06 de julio de 2017, de <http://revistas.udem.edu.co/index.php/economico/article/view/879>
- Asociación Española para la Calidad. (s.f.). *www.aec.es*. Recuperado el 27 de julio de 2017, de <https://www.aec.es/web/guest/centro-conocimiento/riesgos-de-negocio>
- Báez, J. (27 de Abril de 2014). *www.youtube.com*. Obtenido de <https://www.youtube.com/watch?v=w8VGz5dNvi4>
- Banco Central del Ecuador. (27 de julio de 2017). *www.bce.fin.ec*. Obtenido de https://contenido.bce.fin.ec/resumen_ticker.php?ticker_value=pasiva
- Banco Mundial. (s.f.). *www.bancomundial.org*. Recuperado el 27 de julio de 2017, de <https://datos.bancomundial.org/indicador/FR.INR.RISK?view=chart>
- Bayón, F., & Martín, I. (2004). *Operaciones y procesos de producción en el sector turismo*. Madrid: Editorial Síntesis S.A.
- Calderón, Á. (2014). *www.vicepresidencia.gob.ec*. Recuperado el Abril de 2017, de <http://www.vicepresidencia.gob.ec/wp-content/uploads/2015/07/Resumen-Cadena-Turismo-1.pdf>
- Casa Gangotena. (2017). *www.casagangotena.com*. Recuperado el 11 de julio de 2017, de <https://www.casagangotena.com/es/el-hotel/>
- Casanovas, M., & Santandreu, P. (2009). *www.accid.org*. Recuperado el 2017, de http://www.accid.org/revista/documents/ilovepdf.com_split_7_pp_153-172.pdf
- Damodaran, A. (junio de 2017). *www.stern.nyu.edu*. Recuperado el Julio de 2017, de http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
- Definición ABC. (s.f.). *Definición ABC*. Recuperado el Abril de 2017, de <http://www.definicionabc.com/economia/inversiones.php>
- Empresa Actual. (24 de mayo de 2016). *www.empresaactual.com*. Recuperado el 27 de julio de 2017, de <https://www.empresaactual.com/el-wacc/>
- Empresa Pública Metropolitana de Gestión de Destino Turístico. (s.f.). *www.quito-turismo.gob.ec*. Recuperado el 08 de Octubre de 2017, de <https://www.quito-turismo.gob.ec/la-institucion>
- Empresa Pública Metropolitana de Gestión de Destino Turístico. (julio de 2017). *www.quitoturismo.gob.ec*. Obtenido de <https://www.quito-turismo.gob.ec/estadisticas/datos-turisticos-principales/category/82-quito-en-cifras>
- Fernández, P. (28 de Marzo de 2016). *www.ssrn.com*. Recuperado el 04 de Julio de 2017, de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1267987
- Fernández, P. (Diciembre de 2008). Recuperado el 04 de Junio de 2017

- Fornero, R. (s.f.). *www.economicas.unsa.edu.ar*. Recuperado el Enero de 2018, de http://www.economicas.unsa.edu.ar/afinan/dfe/trabajos_practicos/afic/AFIC%20Cap10%20Proyecciones%20financieras.pdf
- Fueyo, N. (s.f.). *Universidad Politécnica de Valencia*. Recuperado el 04 de julio de 2017, de <https://riunet.upv.es/bitstream/handle/10251/61950/FUEYO%20%20METODOLOG%C3%8DA%20PARA%20VALORACI%C3%93N%20DEL%20SECTOR%20HOTELERO.pdf?sequence=1>
- Guerrero, A. (Noviembre de 2014). *Pacific Credit Rating*. Recuperado el Abril de 2017, de www.ratingspcr.com: http://www.ratingspcr.com/uploads/2/5/8/5/25856651/sectorial_hotelero.pdf
- Hernández, R. (03 de Noviembre de 2014). *Control de Costes*. Obtenido de <http://control-costes.com/que-es-el-wacc-para-que-sirve/>
- Hotel Río Amazonas. (2017). *www.hotelrioamazonas.com*. Recuperado el 11 de julio de 2017, de <http://www.hotelrioamazonas.com/es/>
- IFAC. (2002). Recuperado el 2018
- Jaramillo, F. (2010). *Valoración de Empresas*. Bogotá: Ecoe Ediciones.
- Llacho, M., & Jara, E. (2016). *Repositorio Universidad Nacional de San Agustín*. Obtenido de <http://repositorio.unsa.edu.pe/bitstream/handle/UNSA/2184/COllmamf.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Meléndez, Á. (Abril de 2015). *www.revistagestion.ec*. Obtenido de <http://www.revistagestion.ec/wp-content/uploads/2015/04/Tema-Central-250.pdf>
- Menoya-Zayas, S., Torres-Paez, C. C., & Gómez-Ceballos, G. (diciembre de 2012). *Revista Científica Avances*. Recuperado el Abril de 2017, de http://www.ciget.pinar.cu/Revista/No.2012-4/articulos/inversiones_turismo_dess_local.pdf
- Mestres, J. (1999). *Técnicas de Gestión y Dirección Hotelera*. Barcelona: Gestión 2000.
- Ministerio de Turismo del Ecuador. (26 de Septiembre de 2007). *www.turismo.gob.ec*. Recuperado el Abril de 2017, de <http://www.turismo.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2013/02/PLANDETUR-2020.pdf>
- Ministerio de Turismo del Ecuador. (Diciembre de 2014). *www.optur.org*. Recuperado el Abril de 2014, de http://www.optur.org/estadisticas/Diciembre_boletin_2014.pdf
- Ministerio de Turismo del Ecuador. (12 de Diciembre de 2015). *www.turismo.gob.ec*. Recuperado el Abril de 2017, de <http://www.turismo.gob.ec/ecuador-destino-verde-lider-del-mundo/>
- Ministerio de Turismo del Ecuador. (05 de Junio de 2015). *www.turismo.gob.ec*. Recuperado el Abril de 2017, de <http://www.turismo.gob.ec/crecen-inversiones-turisticas-en-ecuador/>
- Ministerio de Turismo del Ecuador. (Abril de 2017). *www.turismo.gob.ec*. Recuperado el Abril de 2017, de <http://servicios.turismo.gob.ec/index.php/portfolio/turismo-cifras/20-oferta-turistica/tarifa-y-ocupacion/275>
- Ministerio de Turismo del Ecuador. (s.f.). *www.turismo.gob.ec*. Recuperado el Abril de 2017, de <http://www.turismo.gob.ec/valores-mision-vision/>

- Narváez, A. (2009). *www.redalyc.org*. Recuperado el mayo de 2017, de <http://www.redalyc.org/pdf/2816/281621749004.pdf>
- Organización Mundial de Turismo. (2016). *www.unwto.org*. Recuperado el 24 de Abril de 2017, de <http://www.e-unwto.org/doi/pdf/10.18111/9789284418152>
- Organización Mundial de Turismo. (s.f.). *www.unwto.org*. Recuperado el 24 de Abril de 2017, de <http://media.unwto.org/es/content/entender-el-turismo-glosario-basico>
- Organización Mundial del Turismo. (s.f.). *www.unwto.org*. Obtenido de <http://media.unwto.org/es/content/entender-el-turismo-glosario-basico>
- Oriol, A., & Campa, F. (2011). *Contabilidad, control de gestión y finanzas de hoteles*. Barcelona: Profit Editorial I, S.L.
- Ortiz Hoyos, J. (2001). *Universidad de Medellín - Revistas*. Recuperado el Enero de 2018, de <http://revistas.udem.edu.co/index.php/economico/article/view/1394/1439>
- Parra, A. (15 de mayo de 2013). Recuperado el 06 de julio de 2017, de <http://revistas.ugca.edu.co/index.php/contexto/article/view/44>
- Pereyra, M. (Noviembre de 2008). Recuperado el 04 de julio de 2017
- Prieto, M. (Junio de 2011). *www.flacsoandes.edu.ec*. Recuperado el 25 de abril de 2017, de www.flacsoandes.edu.ec/libros/digital/51818.pdf
- Quisiguiña, C. (25 de Mayo de 2016). *BCM DEL ECUADOR*. Recuperado el Abril de 2017, de www.bcmecuador.com: http://www.bcmecuador.com/single-post/2016/05/25/Evoluci%C3%B3n-y-Perspectivas-del-sector-Hotelero-Ecuatoriano-1
- Quito Apart Hotel. (2017). *www.quitoaparthotel.com*. Recuperado el 11 de julio de 2017, de <http://www.quitoaparthotel.com/amaranta.php>
- Quito Turismo. (Marzo de 2013). *www.quito-turismo.gob.ec*. Recuperado el Abril de 2017, de <http://www.quito-turismo.gob.ec/phocadownload/EstadisticasUIO/Quitoencifras/quito-encifras-2013.pdf>
- Rosas, H. (s.f.). *Pontificia Universidad Católica de Valparaíso*. Recuperado el 21 de julio de 2017, de <http://ocw.pucv.cl/cursos-1/eii541/materiales-del-clases/unidad-1/clase5-estadosfinancieros>
- Santana, F. (2013). *Cuerdernos de Contabilidad, 14*. Recuperado el Octubre de 2017, de <http://www.scielo.org.co/pdf/cuco/v14n35/v14n35a14.pdf>
- Superintendencia de Compañías del Ecuador. (2014). *www.supercias.gob.ec*. Recuperado el 10 de Julio de 2017, de <http://www.supercias.gob.ec/home1.php?blue=a00e5eb0973d24649a4a920fc53d9564&ubc=Sector%20Societario/%20Estad%C3%ADsticas/%20Anuarios%20Estad%C3%ADsticos>
- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (2017). *www.supercias.gob.ec*. Recuperado el 10 de Julio de 2017, de <http://www.supercias.gob.ec/portalscvts/>
- Superintendencia de Compañías. (11 de julio de 2017). *www.supercias.gob.ec*. Recuperado el 11 de Julio de 2017, de http://appscvmovil.supercias.gob.ec/portaldeinformacion/consulta_cia_param.zul

Universidad Interamericana para el Desarrollo. (s.f.). *Universidad Interamericana para el Desarrollo*. Recuperado el Abril de 2017, de http://moodle2.unid.edu.mx/dts_cursos_mdl/lic/TEL/IH/S05/IH05_Lectura.pdf

Vélez Pareja, I., & Dávila, R. (s.f.). *Universidad Javeriana de Colombia*. Recuperado el Enero de 2018, de <http://www.javeriana.edu.co/decisiones/analfin/capitulo5.pdf>

Viscaíno, F., & Yépez, M. (Agosto de 2015). *www.ute.edu.ec*.