



**UNIVERSIDAD TÉCNICA PARTICULAR DE LOJA**  
*La Universidad Católica de Loja*

**ÁREA ADMINISTRATIVA**

**MAGÍSTER EN FINANZAS**

TRABAJO DE TITULACIÓN

La valoración de empresas como herramienta para la toma de decisiones financieras en las empresas dedicadas a la prestación de servicios exequiales en la ciudad de Loja, período 2016 y 2018.

**Autora:** Castillo Reyes, Janeth Elizabeth

**Director:** Chávez Alvear, Nelson Vicente

CENTRO UNIVERSITARIO LOJA

2020



*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>*

2020

## **Aprobación del director del trabajo de titulación**

Loja, 30, de septiembre, de 2020.

Magister.

Dolores María Rojas Toledo

**Coordinadora del programa de posgrado**

Ciudad. -

De mi consideración:

El presente trabajo de titulación denominado: La valoración de empresas como herramienta para la toma de decisiones financieras en las empresas dedicadas a la prestación de servicios exequiales en la ciudad de Loja, período 2016 y 2018 realizado por Janeth Elizabeth Castillo Reyes, ha sido orientado y revisado durante su ejecución, por cuanto se aprueba la presentación del mismo. Así mismo, doy fe que dicho trabajo de titulación ha sido revisado por la herramienta anti plagio institucional.

Particular que comunico para los fines pertinentes.

Atentamente,

Firma del Director del Trabajo de Titulación

Mgtr. Nelson Vicente Chávez Alvear.

C.I:

### **Declaración de autoría y cesión de derechos**

“Yo, Janeth Elizabeth Castillo Reyes, declaro y acepto en forma expresa lo siguiente:

- Ser autor(a) del Trabajo de Titulación denominado: La valoración de empresas como herramienta para la toma de decisiones financieras en las empresas dedicadas a la prestación de servicios exequiales en la ciudad de Loja, período 2016 y 2018, del Programa de posgrados Maestría en Finanzas específicamente de los contenidos comprendidos en: Introducción, Capítulo 1. Valoración de empresas, Capítulo 2. Las empresas de servicios exequiales, Capítulo 3. Metodología de la investigación, Capítulo 4. Resultados, Capítulo 5. Discusión, Conclusiones y Recomendaciones, siendo Nelson Vicente Chávez Alvear, director del presente trabajo; y, en tal virtud, eximo expresamente a la Universidad Técnica Particular de Loja y a sus representantes legales de posibles reclamos o acciones judiciales o administrativas, en relación a la propiedad intelectual. Además, ratifico que las ideas, conceptos, procedimientos y resultados vertidos en el presente trabajo investigativo son de mi exclusiva responsabilidad.
- Que mi obra, producto de mis actividades académicas y de investigación, forma parte del patrimonio de la Universidad Técnica Particular de Loja, de conformidad con el artículo 20, literal j), de la Ley Orgánica de Educación Superior; y, artículo 91 del Estatuto Orgánico de la UTPL, que establece: “Forman parte del patrimonio de la Universidad la propiedad intelectual de investigaciones, trabajos científicos o técnicos y tesis de grado que se realicen a través, o con el apoyo financiero, académico o institucional (operativo) de la Universidad”.
- Autorizo a la Universidad Técnica Particular de Loja para que pueda hacer uso de mi obra con fines netamente académicos, ya sea de forma impresa, digital y/o electrónica o por cualquier medio conocido o por conocerse, sirviendo el presente instrumento como la fe de mi completo consentimiento; y, para que sea ingresada al Sistema Nacional de

Información de la Educación Superior del Ecuador para su difusión pública, en cumplimiento del artículo 144 de la Ley Orgánica de Educación Superior.

Firma: .....

Autora: Janeth Elizabeth Castillo Reyes

C.I.: 1103843957

## **Dedicatoria**

El esfuerzo y dedicación por cumplir cada una de las metas que me he planteado en la vida, han sido la principal motivación y se han constituido en el reflejo de mí accionar personal y profesional, este nuevo logro, está dedicado mi familia, cuyos integrantes son las personas más especiales de mi vida, las que me han inculcado los mejores valores y su afán de superación, quienes con sus palabras de aliento, su confianza y apoyo incondicional, han sido mi referente para alcanzar cada uno de mis propósitos.

**Janeth Elizabeth**

## **Agradecimiento**

Es propicia la oportunidad para agradecer a Dios, por permitirme cumplir una meta más en la vida, por brindarme la sabiduría y capacidad para equilibrar mi tiempo y poder cumplir todos mis sueños.

Agradezco a toda mi familia, quienes han sido el pilar fundamental de mi vida y con su apoyo incondicional, hoy celebran esta meta alcanzada.

Así mismo, hago extensivo mi agradecimiento a la Universidad Técnica Particular de Loja, al programa de Maestría en Finanzas, a todos los docentes que contribuyeron a mi formación profesional y de manera especial al Mgtr. Nelson Chávez, por la dirección, acompañamiento y asesoría proporcionada en todo momento.

**A todos. Gracias.**

## Índice de contenidos

Carátula.....	I
Aprobación del director del trabajo de titulación.....	II
Declaración de autoría y cesión de derechos.....	III
Dedicatoria.....	V
Agradecimiento.....	VI
Índice de contenidos.....	VII
Índice de figuras.....	IX
Índice de tablas.....	IX
Resumen.....	1
Abstract.....	2
Introducción.....	3
Capítulo uno.....	5
Valoración de empresas.....	5
1.1    Introducción.....	5
1.2    Definición.....	5
1.3    Diferencia entre Valor y Precio.....	6
1.4    Decisiones estratégicas del proceso de valoración de empresas.....	7
1.5    Situación de las empresas.....	9
1.5.1  Empresa en Funcionamiento.....	9
1.6    Factores por considerar en el proceso de valoración.....	10
1.7    Métodos de valoración de empresas.....	10
1.7.1  Métodos de valoración basados en el balance (estáticos).....	11
1.7.2  Métodos basados en la cuenta de resultados.....	11
1.7.3  Métodos mixtos, basados en el fondo de comercio o goodwill.....	12
1.7.4  Métodos dinámicos de los flujos de fondos descontados (Free cash Flow)....	12
1.8    Proceso de Valoración de empresas.....	17
1.9    Fusión y Adquisición de empresas.....	18
1.9.1  Fusión.....	18
1.9.2  Adquisición.....	19

1.9.3	<i>Motivos para fusiones y adquisiciones</i> .....	19
1.9.4	<i>Proceso de fusiones y adquisiciones</i> .....	20
1.9.5	<i>Elementos de una compra empresarial</i> .....	21
1.9.6	<i>Sinergias</i> .....	22
1.10	Revisión de literatura .....	22
Capítulo dos.....		27
Las empresas de servicios exequiales .....		27
2.1	Situación actual de las empresas de servicios exequiales en Ecuador y Loja .....	27
2.1.1	Contexto nacional.....	27
2.1.2	Contexto Local.....	29
2.2	Situación actual de las empresas proveedoras de servicios exequiales .....	31
2.2.1	Empresa “A” .....	31
2.2.2	Empresa “B” .....	32
Capítulo tres.....		33
Metodología .....		33
3.1	Diseño metodológico .....	33
3.2	Enfoque de la investigación .....	33
3.3	Técnicas de recolección de datos.....	33
3.4	Población.....	34
3.5	Metodología .....	34
3.5.1	<i>Método Inductivo</i> .....	34
3.5.2	<i>Técnicas</i> .....	34
3.5.3	<i>Procedimiento</i> .....	35
Capítulo cuatro .....		37
Resultados .....		37
Capítulo cinco.....		49
Discusión.....		49
Conclusiones .....		53
Recomendaciones .....		54
Referencias.....		55

Apéndice .....	60
----------------	----

### Índice de figuras

Figura 1 <i>Diferencia entre valor y precio</i> .....	7
Figura 2 <i>Proceso de Fusiones y Adquisiciones</i> .....	20

### Índice de tablas

Tabla 1 <i>Factores determinantes de la Valoración de empresas</i> .....	10
Tabla 2 <i>Histórico de defunciones a nivel nacional</i> .....	27
Tabla 3 <i>Histórico de los ingresos del sector exequial a nivel nacional</i> .....	28
Tabla 4 <i>Defunciones de la Provincia de Loja</i> .....	30
Tabla 5 <i>Supuestos de Crecimiento de los principales Inductores de Valor Empresa “A”</i> .....	37
Tabla 6 <i>Estado de Situación Financiera Proforma Empresa “A”</i> .....	38
Tabla 7 <i>Estado de Resultados Proforma Empresa “A”</i> .....	39
Tabla 8 <i>Flujo de Caja Libre Empresa “A”</i> .....	39
Tabla 9 <i>Valor Patrimonial de la Empresa “A”</i> .....	40
Tabla 10 <i>Supuesto de comportamiento de los Inductores de Valor Empresa “B”</i> .....	41
Tabla 11 <i>Estado de Situación Financiera Proforma Empresa “B”</i> .....	42
Tabla 12 <i>Estado de Resultados Empresa “B”</i> .....	43
Tabla 13 <i>Flujo de Caja Libre Empresa “B”</i> .....	43
Tabla 14 <i>Valor Patrimonial de la Empresa “B”</i> .....	44
Tabla 15 <i>Supuestos de comportamiento empresa “Servicios Exequiales Integrales”</i> .....	45
Tabla 16 <i>Estado de Situación Financiera Proforma empresa “Servicios Exequiales Integrales”</i> .....	46
Tabla 17 <i>Estado de Resultados Proforma empresa “Servicios Exequiales Integrales”</i> .....	47
Tabla 18 <i>Flujo de Caja Descontado empresa Servicios Exequiales Integrales</i> .....	47
Tabla 19 <i>Valor Patrimonial de la empresa “Servicios Exequiales Integrales”</i> .....	48

## Resumen

La valoración de empresas se ha convertido en una herramienta clave dentro de la planeación, su aplicación permite diseñar estrategias que coadyuvan al crecimiento, expansión, desarrollo, permanencia, fortalecimiento y éxito de una empresa y facilitan la toma de decisiones empresariales.

En este contexto, se refleja la importancia de valorar en términos financieros a las empresas de servicios exequiales de la ciudad de Loja, considerando un período de análisis desde el 2016 hasta el 2019, bajo la metodología de flujos de caja descontados DFC, cuyo enfoque se orienta a medir la capacidad de la empresa para generar fondos, para la aplicación de este método se determinó la tasa de descuento con el modelo Costo de Capital Promedio Ponderado, cuya tasa obtenida se requirió traer a valor presente y descontar los flujos de caja en el horizonte temporal definido hasta el 2023, finalmente, una vez valoradas las empresas "A" y "B" se plantea la adquisición de la empresa "B", como una estrategia corporativa que permitirá obtener y establecer sinergias entre las dos empresas.

**Palabras claves:** Valoración, flujos de caja, fusión empresarial.

### **Abstract**

The valuation of companies has become a key tool in planning, its application allows designing strategies that contribute to the growth, expansion, development, permanence, strengthening and success of a company.

In this context, the importance of valuing the funeral service companies in the city of Loja in financial terms is reflected, considering a period of analysis from 2016 to 2019, under the DFC discounted cash flow methodology, whose focus is guides to measure the ability of the company to generate funds, for the application of this method the discount rate was determined with the Weighted Average Cost of Capital model, whose rate obtained was required to discount the cash flows in the time horizon defined until In 2023, finally, once companies "A" and "B" have been valued, the acquisition of company "B" is proposed, as a corporate strategy that will allow obtaining and establishing synergies between the two companies.

Keywords: Valuation, cash flows, business merger.

## Introducción

Las empresas dedicadas a la prestación de servicios exequiales se constituyen en un sector importante de la economía del país, las cifras publicadas por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos evidencian el crecimiento del sector y el incremento en la demanda de los servicios funerarios, situaciones que motivan a la alta gerencia a buscar alternativas que permitan mejorar la calidad del servicio, el fortalecimiento empresarial y la generación de valor agregado para los accionistas.

La valoración de empresas, surge como una alternativa para la toma de decisiones y el diseño de estrategias para las entidades de servicios exequiales de la ciudad de Loja, mediante su aplicación se busca conocer el valor económico de las empresas “A” y “B” aplicando la metodología de flujos de caja descontados, para lo cual se utilizó la información recopilada de la Superintendencia de Compañías, desde el año 2016 al 2019 y proyectando un escenario hasta el año 2023; los resultados obtenidos evidencia la idoneidad del método seleccionado pues el valor de las dos empresa incrementa considerablemente con respecto a su valor en libros, situación que motiva a plantear un escenario de adquisición de empresas, considerando la estructura y tamaño de la empresa “A” para adquirir a la empresa “B”, con la finalidad de contribuir con una estrategia y oportunidad de negocio cuyo objetivo se enfoca en conseguir mayores y mejores beneficios.

Sin embargo, es importante manifestar que el desarrollo del presente trabajo se enmarcó en el cumplimiento de los objetivos definidos, y que se contó con todas las facilidades para un término exitoso, únicamente con una situación atípica ante la pandemia por COVID – 19, que en este sector particular de servicios exequiales, no tuvo efectos negativos, sino todo lo contrario.

En respuesta al problema planteado, se concluye que la valoración de empresas contribuye a la toma de decisiones, además se constituye en una herramienta de gestión empresarial

que permite definir y diseñar nuevas estrategias en la compañía y que además los entes económicos si generan valor agregado para los accionistas.

La estructura de la investigación está integrada por cinco capítulos, en el primero se encuentra el marco teórico donde se fundamenta las teorías, definiciones, conceptos que sustentan el modelo de valoración de empresas, los diferentes métodos de aplicación y la fusión empresarial, en el segundo capítulo se hace referencia a los principales aspectos de las empresas de servicios exequiales tanto a nivel nacional como local, en el tercer capítulo se detalla la metodología utilizada para el desarrollo la investigación, en el cuarto capítulo se exponen los resultados obtenidos producto de la valoración de empresas "A" y "B" bajo la metodología del flujos de caja descontados, y la propuesta de adquisición de las empresas valoradas, finalmente en el capítulo cinco se orienta a la discusión de los resultados y las conclusiones y recomendaciones tendientes a mejorar la gestión financiera de las empresas de servicios exequiales.

## Capítulo uno

### Valoración de empresas

#### 1.1 Introducción

En criterios financieros, la determinación del valor económico de una empresa permite definir y orientar la planificación estratégica de una compañía, ya que conlleva a una adecuada definición de políticas para la distribución de dividendos, facilita la toma de decisiones de reinversión de utilidades, prevé el desarrollo de nuevos proyectos, permite cuantificar la rentabilidad de la empresa, además proporciona herramientas útiles para identificar el nivel adecuado de endeudamiento, además permite determinar la estructura de capital de la compañía, ayuda a medir la calidad de la gestión de los directivos y proporciona información para conocer si la empresa está generando valor para los accionistas.

El proceso de valoración de empresas ha sido vinculado estrechamente para fines de fusión y adquisición de compañías, sin embargo, es importante destacar que en la actualidad la valoración de empresas se ha convertido una herramienta de gestión relacionada con la generación de valor agregado de la empresa, además permite a los empresarios contemplar algunas alternativas que le generan mayor valor a su marca comercial.

#### 1.2 Definición

(Fernández, 2008). Define la valoración de empresas como un ejercicio de sentido común que requiere pocos conocimientos técnicos y que va mejorando con la experiencia, en donde el sentido común y los conocimientos técnicos son necesarios para despejar algunas interrogantes tales como:

- ¿Qué se está haciendo?
- ¿Por qué se está realizando la valoración?
- ¿Para qué y para quienes se está realizando la valoración?

(Alonso y Villa, 2007) expresa que la valoración de empresas busca la cuantificación, de todos los elementos que forman parte del patrimonio de la empresa, tanto de su actividad, como de su potencialidad.

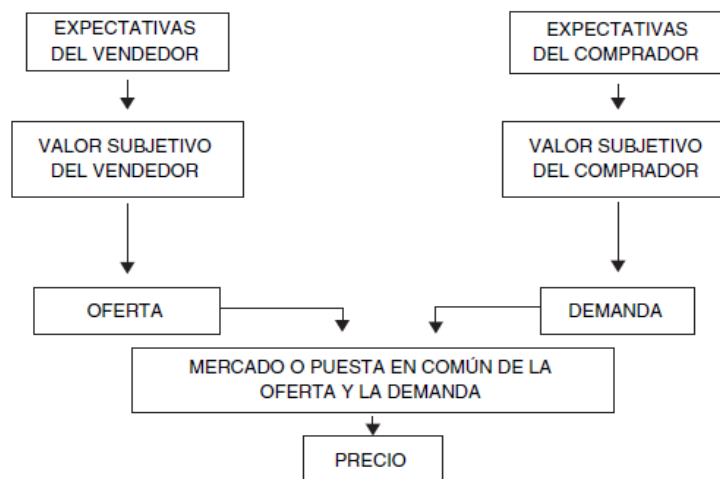
Para (Vizcaíno y Yépez, 2015), la valoración de empresas resulta ser un proceso complejo, sin embargo, llevarlo a cabo y obtener resultados concretos, dependerá del método que se utilice para valorar la empresa, un aspecto importante que incide en la valoración es el momento por el que atraviesa la empresa que será objeto de valoración, estos factores permitirán una adecuada estimación del valor de la empresa en función de sus propios recursos.

Es decir, la valoración de empresas es el proceso que permite vincular todos los elementos que generan valor en una empresa, este proceso se lo realiza a través de la selección del método más idóneo de acuerdo con la naturaleza de la organización, algunos factores tanto internos como externos y las circunstancias por las que atraviesa la empresa, cuyo resultado será el valor económico que tiene la entidad una vez valorada.

### **1.3 Diferencia entre Valor y Precio**

Conocer la diferencia entre Valor y Precio es fundamental para abordar el proceso de valoración de una empresa, es así que (Jaramillo, 2016) define los dos términos, en donde el valor es catalogado como subjetivo, es decir se refiere a los beneficios o satisfacción que obtiene quien compre el producto mientras que el precio obedece al comportamiento de un mercado, es decir de carácter objetivo, se define como la cantidad de dinero que se le asigna a un producto para su venta.

Para una mejor comprensión de la diferencia entre valor y precio, y en el momento en el que se determina a continuación se muestra una ilustración:

**Figura 1***Diferencia entre Valor y Precio.*

Nota: Valor subjetivo, es un concepto individual, particular y relativo de cada individuo.

Como se puede observar el proceso de valoración de empresas, tiene como objetivo cubrir las expectativas tanto del comprador como del vendedor, que en base a los requerimientos de la oferta y la demanda del mercado y en base a la utilización de los diferentes métodos para valorar una empresa se define el precio.

#### 1.4 Decisiones estratégicas del proceso de valoración de empresas

Existe un gran abanico de opciones y situaciones donde es necesario realizar una valoración de empresas, que de forma particular se constituye en un instrumento de negociación y un elemento fundamental para la toma de decisiones. (Aznar, Cayo, Cevallos, 2016).

Cuando se realiza la valoración de una empresa, su desarrollo permite identificar fácilmente los problemas por los que atraviesa la organización y es momento preciso para estructurar y recomendar estrategias que contribuyan al mejoramiento y crecimiento de la empresa. Dentro de la planificación organizacional, se dibujan algunas estrategias, las mismas que deben ser valoradas a través de decisiones como:

- En operaciones de compra venta de empresas.
- En fusiones de sociedades.
- En ocasión de escindirse una empresa en varias.
- En salidas a bolsa.
- Valoraciones de empresas que cotizan en bolsa.
- En liquidación de una empresa.
- En inversiones en empresas cotizadas en bolsa (valores a comprar o vender, estructura de inversiones etc.)
- En Planificación estratégica (sectores a impulsar, medidas de la eficacia de las políticas etc.)
- En decisiones sobre la continuidad de la empresa (venta, fusión, crecimiento o compra de empresas).
- En herencias y transmisiones patrimoniales en general.
- Como base para la negociación con terceros (bancos, compañías de seguros, Administración etc.)
- Con la finalidad de impuestos.
- Sistemas de remuneración basados en la creación de valor.
- Procesos de arbitraje y pleitos.
- Identificación y jerarquización de los impulsores de valor.
- Establecer y fortalecer alianzas estratégicas.

- Identificación de los Activos intangibles y su valor.
- Evaluación de la rentabilidad de la empresa.
- Identificación de fuentes de valor y apalancamiento, etc.

## **1.5 Situación de las empresas**

(Alonso y Villa, 2007) manifiestan que ante un proceso de valoración la empresa puede encontrarse en diferentes escenarios o situaciones, las mismas que se detallan a continuación:

### **1.5.1 Empresa en Funcionamiento**

En estos casos las empresas pueden ser analizadas por su evolución y por su proyección futura. Sus características diferenciales son las siguientes:

- Existencia de una empresa que desarrolla funciones operativas.
- Empresa con una capacidad productiva, medida por su volumen de inversiones y por los resultados que genera.
- Empresa que desarrolla una actividad económica con un nivel de ocupación relacionado con su capacidad de producción.
- Empresa en la que la actividad económica que desarrolla va a tener continuidad durante un número suficiente de años.

Estas empresas, de acuerdo con sus características pueden encontrarse en las siguientes fases:

- En fase de expansión o crecimiento.
- En fase de estabilidad o carácter no expansivo.
- En fase de recesión o declive.

## 1.6 Factores por considerar en el proceso de valoración

Dentro del proceso de valoración de una empresa existen factores determinantes que inciden en el resultado positivo o negativo del proceso, de acuerdo con (Aznar, etc., 2016) detallan los factores internos como externos que se deben considerar:

**Tabla 1**

*Factores determinantes de la Valoración de empresas*

Factores internos	Factores externos
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Historia de la empresa.</li> <li>• Entorno en el que opera.</li> <li>• Factores comerciales (ventas, evolución de las mismas, clientes, competencia, etc.)</li> <li>• Factores Técnicos (Capacidad productiva, tipo de tecnología, patentes, etc.)</li> <li>• Factores humanos (Tipo de dirección, formación de los trabajado-res, motivación etc.)</li> <li>• Factores Financieros (Equilibrio, tesorería, beneficios, cash-flow etc.)</li> <li>• Otros Factores: Jurídicos, Administrativos etc.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Evolución de la economía del país donde se ubica la empresa.</li> <li>• Evolución de la economía de los países donde la empresa trabaja.</li> <li>• Evolución de la economía del sector al que pertenece la empresa.</li> </ul>

## 1.7 Métodos de valoración de empresas

Con la finalidad de obtener resultados relevantes para la empresa objeto de valuación, para valorar empresas existen varios métodos agrupados en diferentes áreas de las finanzas, que pueden ser aplicados de acuerdo con la naturaleza de la empresa y en base a la asociación de sus factores internos y a la incidencia de los factores externos.

De acuerdo con Fernández (2016), define los métodos correctos para valorar empresas con expectativas futuras, en donde los basados en el descuento de los flujos, consideran a la empresa como un generador de valor económico importante.

Fernández (2008), establece la clasificación de los métodos de valoración que parte desde los métodos tradicionales hasta los actuales, de acuerdo con el siguiente detalle:

### **1.7.1 Métodos de valoración basados en el balance (estáticos)**

Este tipo de metodología estática se basa en valorar la empresa a través de la estimación del valor de su patrimonio o partes de este, la información requerida es tomada del balance de situación financiera.

Para la aplicación de estos métodos es importante destacar que en primera instancia se convierte en una buena opción de valoración, puesto que refleja la situación de la empresa en un momento determinado, así mismo es importante mencionar algunas desventajas como la no contemplación de los futuros ingresos que espera obtener la empresa, exime factores como el comportamiento del mercado, la reacción de la competencia y el valor del dinero en el tiempo.

Dentro de estos métodos se encuentran los siguientes:

- Valor contable
- Valor contable ajustado
- Valor de liquidación
- Valor de reposición
- Valor contable y valor de mercado

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

Se basa en la cuenta de resultados de la empresa, el valor se determinará en magnitud a los beneficios, ventas o de otro indicador que reflejen los resultados obtenidos por la empresa.

En esta categoría se incluyen los siguientes métodos:

- Valor de los beneficios PER
- Valor de los dividendos
- Múltiplo de las ventas
- Otros múltiplos (BAIT, EBITDA): Para analizar el valor de una empresa, se consideran dentro de otros múltiplos los siguientes métodos que son utilizados con frecuencia:
  - Valor de empresa / BAIT
  - Valor de empresa / EBITDA
  - Valor de empresa / Cash Flow Operativo
  - Valor de las acciones / Valor Contable

Es importante destacar que existen múltiplos categorizados por sector y subsector que han sido utilizados con frecuencia y que han sido definidos de acuerdo al sector al que pertenece la empresa objeto de valoración.

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

El fondo de comercio es el valor que tiene la empresa por encima de su valor contable o por encima del valor contable ajustado. Este método se realiza desde una perspectiva mixta, ya que se realiza una valoración estática de los activos de la empresa y se añade una valoración dinámica porque trata de cuantificar el valor que generará la empresa en el futuro.

### **1.7.4 Métodos dinámicos de los flujos de fondos descontados (Free cash Flow)**

Los métodos basados en el descuento de los flujos son los más utilizados, ya que se incorporan predicciones sobre el entorno económico de la empresa y el efecto que generan los flujos en los planes de negocio.

Estos métodos se fundamentan en un pronóstico detallado y cuidadoso, para cada partida financiera vinculada con la generación de flujos de fondos, en el período que se realiza el proceso de valoración.

El método de descuento de flujos de caja es considerado como una técnica de modelización financiera que se basa en hipótesis sobre los ingresos y gastos que generará la empresa en el futuro, además implica la proyección de flujos de caja periódicos que generará una empresa, a estas proyecciones se les aplicará una tasa de descuento apropiada basada en el mercado, adicionalmente para el análisis del DFC se aplicará la Tasa de Rendimiento (TIR) y el Valor Actual Neto (VAN).

Para calcular el valor de una empresa por descuento de flujos de caja libres tenemos la siguiente fórmula:

$$VF = \sum_{j=1}^n \frac{FCL_j}{(1 + WACC_j)}$$

#### 1.7.4.1 Definición del horizonte temporal

Para la aplicación del método de DFC es importante definir el horizonte temporal, entendido como el periodo de tiempo expresado en años, que se tomarán en consideración para el análisis de todos los efectos del costo-benéfico; además se debe considerar el tipo de empresa que se está valorando; cuando los negocios gozan de estabilidad, facilitan las herramientas necesarias para la fijación de un horizonte temporal cercano, lo contrario sucede cuando los negocios son incipientes ya que requieren de un horizonte más lejano donde el principal enfoque es la rentabilidad, sin embargo, la práctica común establece que se definan horizontes entre 4 y 8 años.

#### 1.7.4.2 Determinación de los flujos de caja libres o Free Cash Flow

El flujo de caja libre o Free Cash Flow se define como el saldo disponible para pagar a los accionistas y cubrir el servicio de la deuda (intereses + capital de la deuda) de una empresa, después de descontar las inversiones realizadas en activos fijos y las necesidades operativas de fondos (NOF), dentro del proceso de valoración el flujo de caja libre de una

empresa, se obtendrá al margen de cómo está financiada, es decir los fondos que la entidad generará con su propia explotación económica sin considerar su estructura de financiación.

A continuación, se muestran la estructura para determinar el flujo de caja libre:

Beneficios antes de intereses e impuestos EBIT (UAll)

- % Tasa impositiva

NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) Beneficio Neto

(Resultado del Ejercicio después de impuestos)

+ Depreciaciones y Amortizaciones

= Cash Flow

**Variación de las inversiones fijas (PPE) CAPEX**

+/- Recuperación de la inversión fija

**Variación del capital de trabajo (working capital WC)**

+/- Recuperación del capital de trabajo

**= Cash Flow Libre FCF**

#### 1.7.4.3 Estimación del valor residual

El valor residual, es el importe actual que la empresa estima obtener al momento de la venta o disposición de un activo, considerando la antigüedad y algunas condiciones de relevancia que se esperan obtener al finalizar la vida útil de un activo.

En el caso de la valoración de empresas, el valor residual es el valor que tiene la empresa una vez que se ha cumplido con el plazo establecido en el horizonte temporal, período en el cual se consideran los Flujos de Caja, sin embargo, la empresa continúa operando y por ende generando FC, razón por la cual el Valor residual siempre estará en función de los Flujos de Caja que la empresa sea capaz de generar en el futuro.

Para el cálculo del valor residual se atenderá la siguiente expresión:

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

En dónde:

**FC**= Flujo de Caja año n + 1

g = crecimiento de los flujos de caja

k = costo medio ponderado del capital.

#### 1.7.4.4 Cálculo de la tasa de descuento

La tasa de descuento también es conocida como la tasa de actualización, esta tasa permite actualizar los flujos de caja proyectados a futuro y traerlos al momento actual.

Uno de los métodos más utilizados para calcular la tasa de descuento k es el Costo Medio Ponderado del Capital (WACC, Weighted Average Cost of Capital), el mismo que se calcula ponderando el coste de la deuda y el coste de los recursos propios, siempre considerando la estructura financiera de la empresa, es importante indicar que con respecto a los intereses pagados por la deuda financiera se pueden descontar para efectos de impuestos, de esta manera el costo promedio de la deuda se disminuye en el porcentaje de la tasa de impuestos.

Para el cálculo del WACC, se despejará la siguiente fórmula:

$$WACC = K_e E/(E+D) + K_d (1-T) D/(E+D)$$

En dónde:

**K<sub>e</sub>** = es el Coste de los fondos propios

**Kd** = es el Coste de la deuda financiera

**E** = representa los fondos propios

**D** = deuda financiera

**T** = Tasa impositiva

Para la determinación de **ke**, es decir del coste de los fondos propios o del patrimonio, se utiliza el ratio denominado CAPM (Capital Asset Pricing Model), que es utilizado para las empresas que cotizan o no en bolsa, permite estimar la rentabilidad esperada en función del riesgo sistemático, además permite calcular el precio de un activo tomando tres variables específicas y despejando la siguiente fórmula:

$$K_e = R_f + (E(R_m - R_f)) * \text{Beta}$$

En dónde:

**Ke** = es el coste de los recursos propios.

**Rf** = es la Tasa Libre de Riesgo, es decir es la rentabilidad esperada por la inversión, en bonos emitidos por un Banco Central, se suele utilizar el tipo de interés de los títulos emitidos por el Estado.

**Rm. Rf** = es la prima de riesgo de mercado que es el riesgo de mercado inherente a la empresa y a su actividad operacional, mediante el coeficiente

**B** = es el beta o coeficiente de volatilidad o riesgo de la inversión, indica la sensibilidad del rendimiento de un activo ante un cambio en el rendimiento del mercado, dado qué:

Beta mayor a 1: activo agresivo que subirá y bajará más que el mercado.

Beta igual a 1: activo neutral que subirá y bajará igual que el mercado.

Beta menor a 1: activo defensivo que subirá y bajará menos que el mercado.

Una vez que se cuenta con los elementos requeridos como los Flujos de Caja Libres, la Tasa de descuento y el valor residual se da inicio al cálculo del valor de la empresa.

### **1.8 Proceso de Valoración de empresas**

Para el correcto desarrollo del método de flujos de caja descontados, se requiere realizar un proceso de evaluación estructurado de la siguiente manera:

- Estados Financieros Tradicionales: Obtenidos de la empresa objeto de valoración.
- Estados Financieros reformulados: Con los estados financieros históricos se procede a reformular tanto el estado de resultados como el balance general en términos más adecuados de acuerdo a los inductores de valor, considerando la información financiera y operativa, de esta manera se articula la formación de un nuevo estado financiero con activos operativos netos, obligaciones financieras netas, beneficios operativos netos menos los impuestos operativos y los gastos financieros, todo esto desde el punto de vista financiero.
- Inductores de valor históricos y previsionales: Un inductor de valor es aquel que permite medir la tendencia de un negocio considerando aspectos ligados a las operaciones con relación a su causa-efecto y además permite explicar el por qué del aumento o disminución como consecuencia de las decisiones tomadas, entre los principales inductores se encuentran los operativos y financieros, como el margen EBITDA, productividad del capital de trabajo y productividad del activo fijo.
- Determinación de los estados financieros reformulados: Se parte con la información proporcionada por los estados financieros históricos y la aplicación de los supuestos de crecimiento de los principales inductores de valor de

acuerdo a cada cuenta, con esta información se construyen los estados financieros proforma simplificados.

- **Valoración:** Una vez recopilada la información en los estados financieros proforma y la determinación del costo promedio de capital, se procede con la valoración de la compañía, bajo el método de flujos de caja descontados.

## **1.9 Fusión y Adquisición de empresas**

### **1.9.1 Fusión**

La fusión de empresas es la unión de los patrimonios de dos o más sociedades, en donde el escenario muestra a una absorbente y a la otra como absorbida, en donde los derechos y obligaciones son asumidos por la empresa absorbente. El proceso de fusión puede ser por absorción o creación, cualquiera de las razones por las que se haga la fusión el objetivo final es crear valor a la empresa.

#### **1.9.1.1 Tipos de fusiones de empresas**

La fusión de empresas se constituye en una decisión estratégica que busca crear valor para la empresa, en este contexto, Morales, C.A (2014) explica en términos generales los tres tipos de fusiones por los cuales se puede optar al momento de tomar la decisión de fusionarse, las mismas que se detallan a continuación:

- **Fusión Horizontal:** consiste en la combinación de dos empresas de la misma industria, incluso de la misma línea de negocios, este tipo de fusiones ofrecen un mayor potencial de sinergias, lo cual permite aprovechar los elementos comunes que posee y el enfoque de economías de escala en los procesos productivos, en economías en la distribución de los productos o en la consolidación de la posición en el mercado.
- **Fusión Vertical:** en este tipo de fusiones se consolidan dos empresas de diferentes niveles de la cadena productiva, en donde la empresa compradora integra sus operaciones de manera vertical.

- **Fusión por Conglomerado:** se combinan compañías de diferentes industrias y líneas de negocios, buscando de alguna manera dispersar riesgos a nivel de las empresas tenedoras de acciones, comúnmente conocidas como Holding.

### **1.9.2 Adquisición**

Es el proceso realizado por una compañía la cual toma el control operacional de otra, se puede realizar de forma directa o mediante la acumulación de acciones suficientes para lograr el control total, la adquisición de una empresa se orienta al cumplimiento de ciertos objetivos del adquirente, entre los cuales se encuentra el crecimiento de la empresa, ganar una ventaja competitiva, disminución de riesgos, entre otros.

De acuerdo a las condiciones en las que se realice la negociación una adquisición puede ser:

- **Amistosa:** cuando se realiza con la aprobación de la alta dirección de la empresa a adquirir.
- **Contestada:** cuando existe más de una oferta a considerar.
- **Hostil:** cuando se obtiene del control de la compañía sin aprobación de la alta dirección.

### **1.9.3 Motivos para fusiones y adquisiciones**

El proceso de fusión y/o adquisición de una empresa, obedece a una decisión estratégica que como tal busca principalmente:

- El incremento de las ventas y economías operativas.
- El mejoramiento de la administración.
- Creación de sinergias.
- Acceso a la tecnología, Know how, recursos y capacidades.
- Transferencia de riqueza.
- Aprovechar los beneficios fiscales.
- Los beneficios derivados del apalancamiento.
- La agenda personal de los directores.
- La obtención del liderazgo del sector

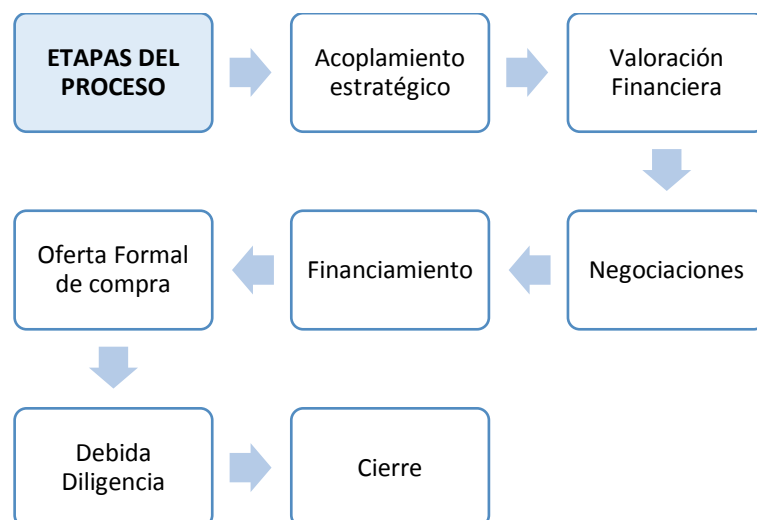
- La Diversificación del negocio.
- La expansión nacional.
- La expansión internacional.
- El incremento de la capacidad productiva.
- La elevación de la cuota de mercado.
- La eliminar de los competidores no deseados.
- Es ocasión para adquirir empresas a precios bajos.
- Comprar para vender por partes, debido a que éstas tienen un mayor valor que el valor global de conjunto.

#### 1.9.4 Proceso de fusiones y adquisiciones

En la siguiente figura se pueden observar las diferentes etapas del proceso de fusiones y adquisiciones de empresas:

**Figura 2**

*Proceso de Fusiones y Adquisiciones*



La decisión de fusión y adquisición es un proceso dinámico que inicia con la realización un análisis del acoplamiento estratégico de las empresas participantes, en la segunda etapa se realiza la valoración individual de las empresas involucradas, con la finalidad de conocer el precio final que deberá pagarse por la empresa adquirida, en la tercera etapa inicia la

negociación por parte de los representantes de las empresas participantes, poniendo énfasis en el precio a pagar, el tratamiento de los accionistas minoritarios, el porcentaje de control y las sinergias, en la cuarta etapa se encuentra el financiamiento un aspecto clave en la adquisición, pues se busca crear valor financiero para la empresa compradora al menor costo posible, en la quinta etapa se realiza la oferta de compra formal y las labores de debida diligencia, que consisten en la formalización de los acuerdos y negociaciones realizados en función del precio, control, forma de pago, convenios, gobierno corporativo y la constatación de que todos los asuntos legales, contables, financieros, operativos, tecnológicos, laborales y gerenciales estén a conformidad con lo ofrecido y presentado en el proceso de fusión y finalmente, el cierre de la negociación en base a los acuerdos pactados.

Para desarrollar de manera óptima el proceso de fusión y adquisición de empresas, es importante diseñar estrategias, conocer la posición de la compañía con el medio donde realiza sus operaciones con la finalidad de alcanzar los objetivos del grupo empresarial, para lo cual existen dos esquemas de análisis, los cuales se detallan a continuación:

- **Análisis de Boston Consulting:** en donde se evalúa la participación de la empresa en el mercado con relación al ritmo de crecimiento del mercado.
- **Análisis del Modelo de Ansoff:** se trazan las direcciones opcionales entre las que una empresa decidirá orientarse, en concordancia con la relación existente entre sus productos y aquellos en los que se incursionará.

### ***1.9.5 Elementos de una compra empresarial***

Los principales elementos que se deben considerar para evaluar las adquisiciones son los siguientes:

- Análisis del impacto de las utilidades
- Análisis comparativo
- Análisis del flujo de efectivo descontado.

### **1.9.6 Sinergias**

Merton (2013), manifiesta que una sinergia existe si con la combinación de dos empresas, el valor de los activos de operación de la empresa combinada es superior a la suma de los activos de operación de las dos empresas separadas, en consecuencia, el valor aumentará puesto que los factores de producción están organizados de manera más eficiente en la empresa combinada.

Por su parte, Mascareñas (2011), hace referencia que las sinergias operativas pueden lograrse con un proceso de fusión, estas sinergias reflejan el ahorro en los costos derivados de las economías de escala.

### **1.10 Revisión de literatura**

Algunos estudios relacionados con el proceso de valoración, fusión y adquisición de empresas se han desarrollado, es propicia la oportunidad para resaltar los más importantes procesos de valoración mediante flujos de caja descontados y fusión de empresas realizadas por adquisición que se han realizado tanto a nivel nacional como internacional.

(Vidarte, 2009), manifiesta que el flujo de caja descontado es considerado el mejor método para la determinación del valor de una empresa, pese a que en el transcurso del tiempo se mencionan los métodos basados en el balance, en la cuenta de resultados y en los métodos mixtos, pero finalmente llegan a los métodos de descuentos de flujos de caja como mejor sistema de valoración, haciendo énfasis en el método de flujo de caja descontado y describiendo los elementos que integran la modalidad basada en el flujo de caja libre y la metodología fundamentada en el concepto de EVA (Economic Value Added).

Por su parte, (Pascual, 2009), manifiesta que el modelo del descuento de flujos de caja está considerado como uno de los modelos estándar de valoración de activos, esto se evidencia en la aplicación a una muestra de empresas del índice Standard & Poor's 500.

En cuanto a las fusiones de empresas, en el Ecuador son consideradas como una opción de crecimiento, tal como lo señalan (Murillo y Méndez, 2011) la fusión de empresas es un

mecanismo de reestructuración corporativa para el crecimiento externo, es una práctica muy utilizada a nivel mundial para aumentar la competitividad y productividad de las empresas. En el Ecuador, en el estudio desarrollado de fusiones realizadas entre el 2000 y 2005, los efectos fueron favorables ya que los resultados mostraron una maximización de utilidades, y en consecuencia, al aumento de la competitividad empresarial, además se hace referencia a una reforma de la legislación ecuatoriana en materia de fusiones.

(Solano y Girón, 2013), en su estudio denominado “La estimación de valor de las empresas que no cotizan en bolsa, caso El Salvador”, se realizó la valoración de empresas, con diferentes propósitos, como operaciones de compra venta, sistemas de remuneración basados en la creación de valor o para la toma de decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa, llevado a cabo con el desarrollo de métodos de valoración, entre los más comunes y aceptados, se encuentra el método de flujo de caja descontado y el uso de múltiplos, además abarca la creación de valor añadido (EVA), puesto que proporciona un sistema de medida de la salud financiera de la empresa, que tiene una alta correlación con la creación de riqueza para el accionista.

En una publicación realizada por el Telégrafo en su sección de economía (2014), manifiesta que en ese año se realizaron 129 fusiones y adquisiciones empresariales en Sudamérica, de acuerdo a un estudio realizado por la firma internacional Deloitte. En Ecuador, se compró Tiosa, fabricante de Supán, por parte del grupo mexicano Bimbo. En el ranking, se encuentra Brasil, seguido de Chile, Colombia, Perú, Venezuela, Bolivia y Argentina. Ecuador ocupa el último lugar, aunque en el total acumulado de 2014, va por delante de Bolivia y Venezuela.

De acuerdo a un estudio realizado por Falcón, P. (2014), enfocado en la adquisición de WhatsApp, por parte de Facebook, la estrategia se basó principalmente en la obtención de un rápido crecimiento a través del incremento de la base de usuarios, de esta manera se buscó reforzar su posición en el negocio de la comunicación social y las redes sociales, para lo cual se recurrió a una adquisición de activos. Con el proceso de adquisición se esperaba

obtener rentabilidad, a través de la obtención de ingresos en el futuro que le permitan recuperar la inversión inicial y además obtener un beneficio.

Así mismo, la valoración de la empresa Adrialpetro S.A., realizada por (Miñacas, 2015) elige el método más adecuado para valorar esta empresa de servicios petroleros, acuerdo a su actividad, ciclo de funcionamiento, se ha seleccionado el Método por flujos de cajas descontados, el mismo que permitirá valorar la capacidad de la empresa de generar resultados y flujos positivos en el mediano y largo plazo.

Un estudio importante realizado por (Fernández, 2015) determina el valor económico a la empresa Casa de Funerales "Celestial Ltda.", basándose en el método de la rentabilidad y método contable, al referirse al método de rentabilidad se refiere al Flujo de Caja Libre Descontado, en donde concluye que el mejor método para valorar la empresa es el Flujo de Caja Libre, así como también el que aporta valor a la empresa.

En otro estudio realizado, a través de las metodologías de Flujo de Caja Libre Descontado (FCL) (González, Guzmán, Rincón y Díaz, 2016) determinaron el valor de CREATIVE COLORS S.A. haciendo un comparativo entre las diferentes metodologías, para lo cual realizaron un estudio del entorno macroeconómico del sector y luego efectuaron un diagnóstico financiero y estratégico de la empresa llegando a la conclusión de que el mejor método para valorar esta empresa de servicios es el método de Flujo de Caja Libre Descontado.

En la valoración de la empresa Servicentro la Central se desarrolló un modelo específico basado en el método de Flujos de Caja Descontados, mismo que toma como referencia la información que proviene de los Estados Financieros históricos de los últimos seis años y que a su vez servirá como base para que otras empresas del sector puedan ser valoradas con el mismo enfoque generando un valor agregado a la empresa. (Araya, Arial, Murillo, etc. 2016).

En base a un artículo publicado por (Méndez, 2016) cuyo objeto es el de complementar la literatura existente sobre las fusiones horizontales de empresas probando que la tradicional paradoja de las fusiones puede evitarse si, como partiendo de un modelo sencillo de oligopolio

con diferenciación de producto, en el que hay tres empresas, consecuencia de la fusión, las empresas fusionadas incrementan la diferenciación existente entre sus productos. En este contexto, se prueba que la fusión puede ser beneficiosa, desde el punto de vista del bienestar agregado, al incrementar el excedente de los consumidores y el beneficio de las empresas, tanto fusionadas como no fusionadas.

Por su parte, Pérez, F. (2017), en la tesina de posgrado desarrollada, explica detalladamente todo el proceso de valoración de ENDESA S.A, utilizando dos metodologías de valoración que son: la metodología de flujos de caja descontados, la cual se basa en el modelo multiperiodo de Modigliani- Miller y que es usado regularmente para empresas con una estructura de capital estable al largo plazo, y la metodología de valoración por múltiplos, la cual se reduce a estimar el valor de empresa en relación a indicadores específicos de la industria en la cual dicha empresa opera; Endesa es una compañía dedicada a la generación, transporte y distribución de energía eléctrica, que opera en 181 unidades en cuatro países en Sudamérica, en donde los resultados reflejaron un valor del patrimonio de 128.313.379 (\$407,57 pesos /acción) por el método de flujos descontados y 128.958.576 (\$409,62 pesos/acción) usando la valoración por múltiplos.

El artículo publicado por (Trujillo, Puente y Andrade, 2017) sobre la Concentración Económica en el Mercado Cervecerero Ecuatoriano, manifiestan que las fusiones entre competidores son una práctica empresarial común que genera importantes consecuencias para el mercado, en el Ecuador el mercado cervecero se constituye un mercado altamente concentrado, con pocos participantes, de los cuales los más relevantes son: Cervecería Nacional (SABMiller) y Ambev (Anheuser-Busch Inbev), para lo cual se realizó el análisis de la concentración económica del sector cervecero ecuatoriano y los efectos de la fusión entre éstos dos competidores, demostrando que existe un mercado altamente concentrado y con condiciones que limitan la posibilidad de competencia en el mercado a corto plazo.

El artículo publicado por (Burgos, 2018) tiene por objetivo determinar la factibilidad financiera de la fusión entre las entidades COMERCIO S.A. y SERVICIOS S.A. cuyos administradores

buscan crear valor para los accionistas, mejorando la eficiencia corporativa a través de las sinergias entre entidades, en donde el estudio estuvo enfocado al impacto en las áreas legal, fiscal, económico y contable, mediante este análisis se demostró la viabilidad económica-financiera de SERVICOM S.A. como entidad resultante de la fusión.

En una investigación realizada por (Zambrano, 2019) denominada “Valoración financiera de la empresa C&S Technology S.A.” a través de la aplicación del flujo de caja descontados, el autor plantea un importante plan de inversiones para continuar su crecimiento y consolidar su posicionamiento estratégico en el país, mientras que, al calcular los flujos y flujos descontados y la valoración final de la empresa, se obtiene que la empresa tiene un valor de mercado de \$991.779 dólares.

Además, (Arévalo, 2019) elaboró un modelo de valoración de empresas aplicando el método de flujo de caja descontados, en el sector manufacturero de la provincia de Cotopaxi, cuyo resultado se enfoca a conocer el valor de la empresa, determinando algunos factores que intervienen dentro de la valoración de empresa tales como: el activo, pasivo, patrimonio, nivel de ingresos, costos, gastos, cuyo resultado evidencia que el método de flujo de caja descontado es el modelo más eficaz, debido a que permite tener un valor que se aproxima a la realidad.

## Capítulo dos

### Las empresas de servicios exequiales

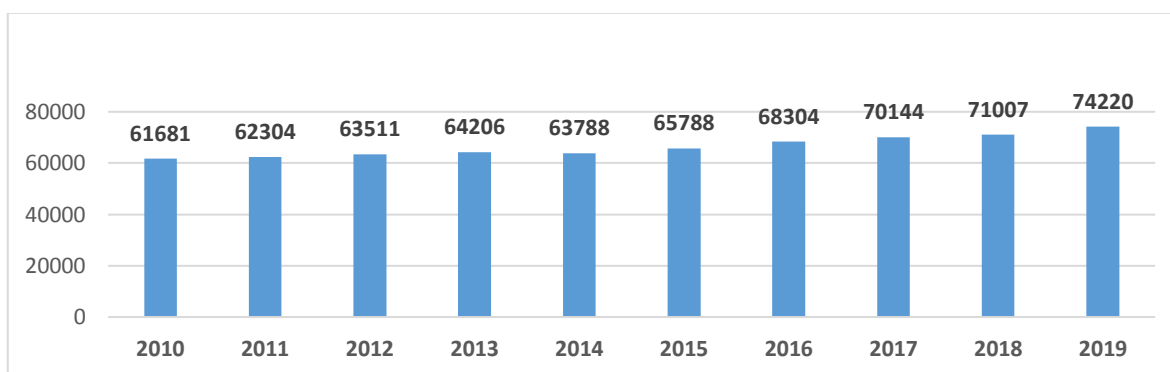
#### 2.1 Situación actual de las empresas de servicios exequiales en Ecuador y Loja

##### 2.1.1 Contexto nacional

La muerte es considerada como el proceso final de un organismo vivo, es decir, es el término de la vida, sin embargo el fallecimiento de una persona, ha ido evolucionando, tanto en las causas de muerte como en las situaciones en que se realiza la despedida de su vida terrenal, anteriormente, los fallecidos eran velados en su domicilio, y posteriormente trasladados al lugar de inhumación o cementerio, con los cambios de los estereotipos sociales, han surgido nuevas necesidades y requerimientos, las velaciones se consideran como un evento social de trascendencia e importancia para la familia y allegados que pierden un ser querido, además el cambio cultural de la población ha permitido que los productos y servicios que ofrecen las empresas que se dedican a la prestación de servicios exequiales y funerarios tengan mayor acogida, estos servicios han mostrado cambios significativos, en respuesta a un incremento en el número de fallecimientos que de acuerdo a los datos del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, a nivel nacional el número de defunciones se incrementa año tras año, tal como se observa en la siguiente tabla:

**Tabla 2**

*Histórico de defunciones a nivel nacional*



*Nota:* En el 2019 se incrementó el número de fallecimientos.

Desde el año 2010 hasta el 2019, se evidencia un incremento de defunciones que agrupa a las diferentes causas de muerte y algunas características como la edad y el sexo, en el año 2016, se refleja un incremento significativo que obedece a una catástrofe natural ocurrida en el mes de Abril, actualmente ante la pandemia mundial del COVID-19, las cifras mostrarán un incremento considerable, sin embargo, el crecimiento de la demanda obliga a las empresas de servicios exequiales y funerarios a cubrir nuevas necesidades de la mano con la situación económica, el nivel de poder adquisitivo de los clientes, la innovación y la tecnología.

Actualmente, en Ecuador existen 108 empresas de servicios exequiales legalmente constituidas, que ofrecen diversos servicios tanto en atención inmediata para casos fortuitos, como en previsión, cuando algunas familias optan por garantizar la estabilidad económica de la familia de forma previsiva adquiriendo servicios de forma anticipada.

Al considerarse este sector un pilar importante de la economía del país, se destacan los principales los ingresos obtenidos por las entidades desde el año 2016 hasta el 2019, los mismos que se detallan a continuación:

**Tabla 3.**

*Histórico de los ingresos del sector exequial a nivel nacional*

ANO	TOTAL EMPRESAS	TOTAL INGRESOS
2016	64	68.167.448,80
2017	66	73.496.828,36
2018	73	80.519.551,55
*2019	21	21.366.971,37

*Nota:* En el 2018 se generaron los más altos ingresos del sector.

Tal como se evidencia en la información de la Tabla N°. 3, desde el año 2016 se han incrementado tanto el número de empresas legalmente constituidas bajo el control de la

Superintendencia de Compañías, así como el incremento considerable de los ingresos; es propicio indicar que al cierre del año 2019, al momento de levantar la información, no se evidencian los datos completos ya que algunas empresas aún no han registrado la información en la Superintendencia de Compañías e incluso han solicitado prórroga.

Entre las empresas nacionales que destacan por su participación en el mercado exequial se citan las siguientes, considerando su ubicación en las principales ciudades del país: Camposantos del Ecuador, ubicado en la ciudad de Guayaquil; Camposanto Monteolivo de Quito, Sociedad Funeraria Nacional de la ciudad de Quito; Camposanto Santa Ana, ubicado en la ciudad de Cuenca, Camposanto Parque de la Paz de Machala y en la ciudad de Loja se encuentra el Camposanto Jardines del Zamora, éstas empresas son consideradas como un referente en la prestación de servicios exequiales, en dónde la principal fuente de ingresos se genera por la comercialización de los espacios tanto en arrendamiento como a perpetuidad, estos espacios se enfocan en tumbas, bóvedas, nichos, osarios y columbarios, además por la solidez, estructura organizacional y aceptación de los usuarios con la que cuentan éstas empresas complementan y personalizan sus servicios con: alquiler de salas de velación, venta de cofres mortuorios, venta de artículos funerarios, ofrendas florales, servicios de carroza, alquiler de capillas ardientes, cremaciones, misas conmemorativas, etc.

### **2.1.2 Contexto Local**

En la ciudad de Loja, existen seis empresas dedicadas a la prestación de servicios exequiales, tales como Sueño Eterno, Funeraria Divino Descanso, Camposanto los Rosales, El Retorno, Funeraria Jaramillo y Previsión Exequial La Esperanza, cuya figura legal y organismos de regulación varían de acuerdo a la particularidad de su constitución, en la actualidad se encuentran reguladas de manera obligatoria por la Agencia de Regulación, Control y Vigilancia Sanitaria (ARCSA), quien vela por el adecuado funcionamiento de los establecimientos que prestan servicios exequiales y el estricto cumplimiento del protocolo para el manejo de cadáveres y restos humanos, adicionalmente existe la Asociación de

Funerarias y Servicios Exequiales de la provincia de Loja (AFUSEPLO), constituida en el 2011, cuyo objetivo es trabajar en conjunto con los propietarios de las empresas funerarias para la consecución de beneficios y objetivos para mejorar la calidad del servicio y la satisfacción del cliente.

En la tabla 4 se evidencia el número de defunciones de la provincia de Loja, con respecto al número de fallecimientos a nivel nacional, en donde se obtuvieron los siguientes resultados:

**Tabla 4.**

*Defunciones de la Provincia de Loja*

<b>Año</b>	<b>Número de Defunciones</b>	<b>Tasa de Mortalidad</b>
<b>2018</b>	2388	3,36%
<b>2019</b>	2426	3,27%

Conforme a los datos registrados en el 2019 se registra un incremento de las defunciones con respecto al 2018, pese a que a nivel nacional, se registró un incremento considerable de fallecimientos en la provincia de Loja, el nivel de representatividad ha disminuido, sin embargo, con la presencia de las empresas de servicios exequiales, se permite atender en todas las situaciones tanto emocionales como económicas, a las familias que requieren del servicio, a través de la oferta de servicios ya sea en salas de velación o en los domicilios, así mismo en cuanto a la inhumación cada empresa ofrece opciones diferentes tanto para espacios en arrendamiento en un cementerio público o espacios a perpetuidad en un camposanto privado, en lo referente a los precios, existen planes adaptados a la economía familiar y a todos los estratos sociales el costo de un servicio oscila entre los \$800.00 y 1500.00, a elección del cliente.

## **2.2 Situación actual de las empresas proveedoras de servicios exequiales**

La presente investigación tiene como objetivo plantear una propuesta de fusión de empresas de servicios exequiales, en este sentido se hace referencia a una fusión de tipo horizontal para lo cual es importante realizar previamente un análisis de las empresas que serán objeto de fusión, a continuación se presenta información de relevancia de las empresas "A" y "B".

### **2.2.1 Empresa "A".**

- **Organismos de Control**

La empresa se encuentra bajo la regulación y control de los siguientes organismos:

- Superintendencia de Compañías
- Servicio de Rentas Internas
- Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social
- Ministerio de Trabajo
- Agencia de Regulación, Control y Vigilancia Sanitaria
- Leyes y Ordenanzas Municipales del cantón Loja.

- **Productos y servicios**

En la actualidad la empresa ofrece los siguientes servicios:

- Planes en cremación
- Camposanto
- Propiedades (bóvedas, osarios en pared, osarios en sendero, nichos bajo capilla, espacios dobles, nichos en pared, espacios triples, osarios en jardín, parcela familiar)
- Cremaciones

- Misas conmemorativas
- Tienda Online
- Artículos funerarios

### **2.2.2 Empresa "B".**

- **Organismos de control**

Por la figura de constitución de la empresa, se encuentra bajo la regulación y control de los siguientes organismos:

- Servicio de Rentas Internas
- Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social
- Ministerio de Trabajo
- Agencia de Regulación, Control y Vigilancia Sanitaria
- Leyes y Ordenanzas Municipales del cantón Loja.

- **Productos y servicios**

Entre los principales servicios que presta la empresa se encuentran los siguientes:

- Salas de velación
- Servicio funerario a domicilio
- Auto carrozas de lujo
- Urnas y cofres mortuorios
- Repatriaciones y expatriaciones
- Servicio de video homenaje

## Capítulo tres

### Metodología

#### 3.1 Diseño metodológico

La fundamentación del estudio realizado está basado en los conceptos, teorías, principios, enunciados, estudios de caso y fórmulas que han utilizado diferentes autores en temas de valoración de empresas, con un enfoque específico en la aplicación del método de flujos de caja descontados y la adquisición de empresas, tomando como referencia a estudios realizados tanto a nivel nacional como internacional, que guardan estrecha relación con la realidad de nuestro país.

#### 3.2 Enfoque de la investigación

Con respecto al enfoque de la investigación se realizará con enfoque mixto ya que se cuenta con información cualitativa y cuantitativa de las diferentes bases de datos, en este caso de la Superintendencia de Compañías y de información interna de las empresas objeto de estudio.

#### 3.3 Técnicas de recolección de datos

Para una adecuada recopilación de toda la información requerida para el desarrollo del trabajo se recurrió a:

- Fuentes primarias:

Se realizaron visitas de observación in situ, además se realizó una entrevista abierta dirigida a la alta gerencia de las empresas, adicionalmente se realizó un análisis de los Estados Financieros de las empresas “A” y “B”, sus escrituras de constitución y así mismo se revisaron registros de información de interés de las compañías.

- Fuentes secundarias:

Permitieron recopilar, resumir, y reorganizar la información contenida en fuentes primarias y de esta manera generar análisis, síntesis e interpretación de resultados.

La información para llevar a cabo la investigación fue recabada de la base de datos de la Superintendencia de Compañías, Servicio de Rentas Internas, folletos y memorias de las empresas objeto de estudio, además se recurrió a la información de páginas web financieras para consultar tasas de interés, primas de riesgo y tasas libres de riesgo.

### **3.4 Población**

Las empresas que serán objeto de estudio serán las empresas de servicios exequiales de la ciudad de Loja, específicamente las empresas “A” en calidad de adquiriente, y “B” la que será objeto de compra.

### **3.5 Metodología**

#### **3.5.1 Método Inductivo**

Consiste en explicar un proceso que inicia desde lo particular hasta lo general, se lo utilizó en la determinación del valor de las empresas de servicios exequiales de la ciudad de Loja, de forma específica a las empresas “A” y “B”, cuya valoración estuvo encaminada a una fusión de empresas y la creación de una nueva compañía.

#### **3.5.2 Técnicas**

Las técnicas utilizadas en el desarrollo de la investigación estuvieron enfocadas a la utilización de herramientas estadísticas para comparar incrementos y/o disminuciones, técnicas contables apegadas a los Estados Financieros y procedimientos financieros para la construcción de los diferentes escenarios proyectados para realizar la valoración de las empresas “A”, “B” y “Servicios Exequiales Integrales”.

### **3.5.3 Procedimiento**

Se realizó la valoración de las empresas “A” y “B” con la aplicación del método de Flujos de Caja Descontados, considerado como uno de los más utilizados en la actualidad. Además se constituye en uno de los modelos más aceptados por los expertos para obtener el valor de una empresa. Su cálculo está basado en las estimaciones futuras sobre la capacidad que tiene una empresa para generar riqueza.

Para determinar el valor de las empresas se realizó lo siguiente:

- Análisis cualitativo y cuantitativo de las empresas “A”, en calidad de compañía compradora y la empresa “B”, como empresa adquirida.
- Recopilación de información cuantitativa de las dos empresas objeto de valoración, contenida en los Estados Financieros de los años 2016 al 2019.
- Definición del Horizonte temporal período 2020-2023.
- Proyección de desempeño mediante la determinación de supuestos de crecimiento de los principales inductores de valor, en donde se refleja un escenario probable para la empresa “A” y la empresa “B”.
- Se Construyeron los Estados Financieros proforma expresados en términos financieros.
- Se realizó la estimación de la tasa de descuento: cálculo del costo de los recursos propios; cálculo del costo de la deuda; cálculo del costo promedio ponderado de capital.
- Estimación del valor residual
- Se elaboró la estimación del flujo de caja
- Y, se calculó del valor operativo y patrimonial de las empresas “A” y “B”

Con el propósito de fortalecer su cuota de mercado la Empresa “A”, analiza la opción de compra de la Empresa “B”, una vez dado el escenario de valoración de cada una de las empresas, y ante la propuesta de una posible consolidación de negocios, la estrategia de la empresa “A”, es comprar la empresa “B” y crear una nueva empresa a la que se denominará

“Servicios Exequiales Integrales”, para lo cual se requirió precisar el proceso que se detalla a continuación:

- Se realizó el acoplamiento estratégico entre las dos empresas dedicadas a la misma actividad económica, la prestación de servicios exequiales, en donde inicia la planificación y la integración desde los primeros acercamientos con las empresas “A” y “B”, considerando que la empresa “A”, por su solvencia y tamaño será la compradora, mientras que la empresa “B” por su tamaño será la empresa objeto de compra, además se inició la recopilación de la información financiera de la empresa “A” y “B”, correspondiente al año 2019.
- Seguidamente, se realizó la sumatoria de cada partida de los balances de las empresas valoradas, es decir, se realizó la consolidación de los estados financieros.
- Se valoraron las dos empresas fusionadas bajo la metodología de flujos de caja descontados, para de esta manera conocer el valor a proponer y considerar dentro de la negociación.
- Para la adquisición de las acciones la empresa “A”, consideró la generación de nueva deuda para cubrir el costo de la adquisición de la empresa “B”, dicha adquisición será pactada en efectivo en relación al número de acciones.
- Se realizó la Debida Diligencia para precisar las sinergias que motivan el proceso de adquisición, en donde la empresa compradora espera obtener: aumentar el crecimiento y tamaño de la empresa; enfocarse a una economía de escala; fortalecerse como grupo económico; diversificación del riesgo de liquidez; aprovechar la sinergia del capital humano; minimizar gastos administrativos; la creación de valor para los accionistas; aprovechar los beneficios fiscales.

## Capítulo cuatro

### Resultados

A continuación, se detallan los aspectos más relevantes de la valoración de la empresa "A" en calidad de compradora, partiendo de los supuestos de crecimiento (Apéndice 1), considerados para la determinación de un escenario probable:

**Tabla 5**

*Supuestos de Crecimiento de los principales Inductores de Valor Empresa "A"*

<b>EMPRESA "A"</b>	
<b>SUPUESTOS O ASUNCIONES BASICAS DE CRECIMIENTO</b>	
<b>PERIODO 2019 - 2023</b>	
Año base	<b>2019</b>
<b>1</b> Ingresos por prestación de servicios	6,06%
Ingresos por publicidad en revista se mantienen	0,00%
Ingresos por venta de cofres se mantienen	0,00%
Otros ingresos operativos se mantienen	5,00%
<b>2</b> Costos / ingresos. Servicios exequiales	6,06%
Costo por venta de cofres	20,13%
Otros costos indirectos	14,87%
<b>3</b> El comportamiento de los gastos operativos, para el periodo será:	
Gastos de personal	4,62%
Arrendamiento y mantenimiento	7%
Publicidad	5%
Otros gastos operativos	4%
<b>4</b> El comportamiento de los activos fijos	
PPE continuará depreciándose al	1%
Construcción del Almacén de artículos funerarios	30.000
para 10 años con un valor residual de	15
<b>5</b> En relación al capital de trabajo, se prevé un comportamiento así:	
El valor del capital de trabajo en relación a las ventas, para todo el periodo	
Efectivo y equivalentes	13,76%
Deudores	84,08%
Inventarios	1,86%
Seguros pagados por anticipado	1,01%
Otros activos no corrientes	0,33%
Cuentas por cobrar a largo plazo	37,50%
Cuentas por pagar	-2,79%
Otros pasivos corrientes	-36,91%
Otras pasivos no corrientes	2,3065
<b>6</b> El financiamiento de los activos, será:	
Con financiamiento externo o deuda externa (Límite máximo) estará en función de los dividendos a pagar	
Año 1	80%
Año 2-4	100%
<b>7</b> Capital social y reservas se mantendrán constantes respecto del año 2019	
<b>8</b> Las tasas referenciales son la siguientes:	
* La tasa de interés de la deuda se prevé que será del	10,21%
* La tasa impositiva del periodo será	36,25%
* El costo de capital promedio ponderado WACC	9,73%
* La tasa de rentabilidad exigida por los inversionistas es del	13,20%
* Tasa de crecimiento de los flujos de caja del periodo terminal	2%

*Nota:* Supuestos de crecimiento elaborados en base a años históricos

Con los supuestos de crecimiento se laboran los tanto el Balance General como el Estado de Resultados Proforma, el mismo que se presenta a continuación:

**Tabla 6**

*Estado de Situación Financiera Proforma Empresa "A"*

**EMPRESA "A"**  
**BALANCE GENERAL**

RUBROS	2019	2020	2021	2022	2023
	0	1	2	3	4
<b>ACTIVO NETO</b>					
ACTIVO OPERATIVO NETO (AON)					
Efectivo y equivalentes	198.737	210.773	223.539	237.078	251.437
Cuentas por cobrar	1.214.155	1.287.691	1.365.681	1.448.395	1.536.119
Inventarios	26.863	28.490	30.216	32.046	33.987
Otros activos corrientes	14.577	15.459	16.396	17.389	18.442
Cuentas y documentos por pagar	(40.305)	(42.746)	(45.335)	(48.080)	(50.992)
Otros pasivos corrientes	(532.963)	(565.242)	(599.477)	(635.784)	(674.291)
<b>Total activo operativo neto (AON)</b>	<b>881.064</b>	<b>934.426</b>	<b>991.021</b>	<b>1.051.043</b>	<b>1.114.700</b>
ACTIVO NO CORRIENTE					
Propiedad, planta y equipo bruto	3.670.348	3.672.818	3.666.090	3.629.729	3.592.672
Depreciaciones y amortizaciones acumuladas	(10.722)	(47.450)	(83.811)	(120.868)	(157.566)
Propiedad planta y equipo neto	3.659.626	3.625.368	3.582.279	3.508.861	3.435.106
Cuentas por cobrar a largo plazo	541.492	574.288	609.071	645.960	685.083
Otros activos no corrientes	4.791	5.081	5.389	5.715	6.061
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>4.205.909</b>	<b>4.204.738</b>	<b>4.196.739</b>	<b>4.160.536</b>	<b>4.126.251</b>
<b>TOTAL ACTIVO NETO</b>	<b>5.086.973</b>	<b>5.139.164</b>	<b>5.187.760</b>	<b>5.211.579</b>	<b>5.240.951</b>
<b>DEUDA Y PATRIMONIO</b>					
DEUDA FINANCIERA					
Obligaciones financieras corto plazo	-	-	-	-	-
Obligaciones financieras largo plazo	1.202.307	-	-	-	-
Activos financieros corto plazo	-	-	-	-	-
Otros pasivos no corrientes	3.420.629	3.532.305	3.746.242	3.973.137	4.213.773
Deuda Nueva		1.131.380	966.038	762.962	551.698
<b>DEUDA FINANCIERA</b>	<b>4.622.936</b>	<b>4.663.684</b>	<b>4.712.280</b>	<b>4.736.099</b>	<b>4.765.471</b>
PATRIMONIO					
Capital social	87.808	87.808	87.808	87.808	87.808
Reservas	344.258	376.229	376.229	376.229	376.229
Beneficios retenidos	31.971	11.443	11.443	11.443	11.443
<b>PATRIMONIO</b>	<b>464.037</b>	<b>475.480</b>	<b>475.480</b>	<b>475.480</b>	<b>475.480</b>
<b>TOTAL DEUDA FINANCIERA Y PATRIMONIO</b>	<b>5.086.973</b>	<b>5.139.164</b>	<b>5.187.760</b>	<b>5.211.579</b>	<b>5.240.951</b>

Tabla 7

Estado de Resultados Proforma Empresa "A"

**EMPRESA "A"**  
**ESTADO DE RESULTADOS**

RUBROS	2019	2020	2021	2022	2023
	0	1	2	3	4
Ingresos por prestación de servicios	1.443.993	1.531.450	1.624.204	1.722.575	1.826.904
Ingresos por Publicidad Revista	3.800	3.800	3.800	3.800	3.800
Ingresos por Venta de Bienes 12%	35.239	35.239	35.239	35.239	35.239
Otros ingresos por actividades ordinarias	76	80	84	88	93
Costos por prepagos y asistencias exequiales	(84.537)	(89.657)	(95.087)	(100.846)	(106.954)
Costo por venta de cofres	(13.343)	(16.028)	(19.254)	(23.129)	(27.784)
Otros costos indirectos	(253.874)	(227.696)	(241.487)	(256.113)	(271.625)
Gastos de personal	(624.857)	(653.716)	(683.908)	(715.494)	(748.539)
Arrendamiento y mantenimiento	(92.488)	(98.892)	(105.739)	(113.061)	(120.890)
Publicidad	(10.920)	(11.466)	(12.040)	(12.642)	(13.274)
Otros gastos operativos	(218.765)	(227.516)	(236.616)	(246.081)	(255.924)
<b>EBITDA</b>	<b>184.324</b>	<b>245.598</b>	<b>269.196</b>	<b>294.337</b>	<b>321.048</b>
Depreciaciones y amortizaciones	(2.471)	(36.728)	(36.361)	(37.057)	(36.697)
Otros gastos no operacionales	(45.565)	-	-	-	-
Ingresos netos no operacionales	3.631	3.631	3.631	3.631	3.631
<b>Utilidad antes de intereses e impuestos UAI / EBIT</b>	<b>139.920</b>	<b>212.501</b>	<b>236.466</b>	<b>260.911</b>	<b>287.982</b>
Gastos financieros	(18.347)	(122.756)	(115.514)	(98.632)	(77.898)
Utilidad antes de impuestos UAI	121.572	89.746	120.953	162.279	210.084
Impuesto a la renta	50.526	32.533	43.845	58.826	76.155
<b>Utilidad después de impuestos (UDI)</b>	<b>71.046</b>	<b>57.213</b>	<b>77.107</b>	<b>103.453</b>	<b>133.928</b>

Nota: Escenario probable con resultados positivos.

Seguidamente, se presenta el Flujo de Caja Libre de la empresa "A":

Tabla 8

Flujo de Caja Libre Empresa "A"

**EMPRESA "A"**  
**ESTIMACION FLUJO LIBRE DE CAJA**

RUBROS	2019	2020	2021	2022	2023
	0	1	2	3	4
<b>EBITDA</b>		245.598	269.196	294.337	321.048
Depreciaciones y amortizaciones		(36.728)	(36.361)	(37.057)	(36.697)
Ingresos netos no operacionales		3.631	3.631	3.631	3.631
<b>Utilidad antes de intereses e impuestos UAI / EBIT</b>		<b>212.501</b>	<b>236.466</b>	<b>260.911</b>	<b>287.982</b>
<b>IMPUESTOS</b>		<b>77.032</b>	<b>85.719</b>	<b>94.580</b>	<b>104.393</b>
<b>NOPAT</b>		<b>135.469</b>	<b>150.747</b>	<b>166.331</b>	<b>183.589</b>
Depreciaciones y amortizaciones		(36.728)	(36.361)	(37.057)	(36.697)
Variación Capital trabajo Working Capital	(881.064)	(53.362)	(56.594)	(60.022)	1.114.700
Variación de la inversión fija CAPEX	(3.670.348)	(2.471)	6.728	36.361	3.435.106
<b>FLUJO LIBRE DE CAJA</b>	<b>(4.551.412)</b>	<b>42.908</b>	<b>64.520</b>	<b>105.613</b>	<b>4.696.698</b>
<b>FLUJO LIBRE DE CAJA FCL</b>		<b>42.908</b>	<b>64.520</b>	<b>105.613</b>	<b>120.291</b>

Nota: Incremento del flujo de caja en los años proyectados

Finalmente, se determina el costo de la empresa y de las acciones en relación con su valor patrimonial:

**Tabla 9**

*Valor Patrimonial de la Empresa "A"*

**EMPRESA "A"**  
**ESTIMACIÓN DEL VALOR PATRIMONIAL DE LAS ACCIONES**

<b>VALOR OPERATIVO</b>	
Valor operativo de la empresa (Valor de la empresa)	<b>9.884.625</b>
Deuda corporativa	4.622.936
Valor patrimonial de la empresa	<b>5.261.689</b>
Número de acciones en circulación	87.808

Precio de las acciones comunes	<b>\$ 59,92</b>
--------------------------------	-----------------

Valor nominal de las acciones	1,00
Valor patrimonial	5,28

*Nota:* Precio de las acciones en relación al número de acciones

A continuación, se desarrolla la valoración de la empresa que será objeto de compra, en este caso la empresa "B", la determinación de su valor se basa en datos históricos (apéndice 4 y 5), y en la definición de los supuestos de crecimiento de los principales inductores de valor que se consideraron de acuerdo con el siguiente detalle:

Tabla 10

Supuesto de comportamiento de los Inductores de Valor Empresa "B"

EMPRESA "B"	
SUPUESTOS O ASUNCIONES BASICAS DE CRECIMIENTO	
PERIODO 2019 - 2023	
Año base	2019
<b>1</b> Ingresos por prestación de servicios	2,50%
Otros ingresos por actividades ordinarias	5,00%
<b>2</b> Costos / ingresos. Servicios exequiales	67,00%
<b>3</b> El comportamiento de los gastos operativos, para el periodo será:	
Gastos de personal	4,50%
Arrendamiento y mantenimiento	5%
Publicidad	5%
Otros gastos operativos	4%
<b>4</b> El comportamiento de los activos fijos	
PPE continuará depreciándose al	4%
Se requerira una remodelación global de las instalaciones para 10 años con un valor residual de	100.000 0
<b>5</b> En relación al capital de trabajo, se prevé un comportamiento así:	
El valor del capital de trabajo en relación a las ventas, para todo el periodo	
Efectivo y equivalentes	8,444%
Deudores	6,825%
Inventarios	2,341%
Otros activos corrientes	0,005%
Cuentas por pagar	-3,887%
Otros pasivos corrientes	-5,376%
<b>6</b> El financiamiento de los activos, será:	
Con financiamiento externo o deuda externa (Límite máximo) estará en función de los dividendos a pagar	
Año 1	80%
Año 2-4	100%
<b>7</b> Capital social y reservas se mantendrán constantes respecto del año 2020	
<b>8</b> Las tasas referenciales son la siguientes:	
* La tasa de interés de la deuda se prevé que será del	10,21%
* La tasa impositiva del periodo será	33,25%
* El costo de capital promedio ponderado WACC	18,51%
* La tasa de rentabilidad exigida por los inversionistas es del	13,20%
* Tasa de crecimiento de los flujos de caja del periodo terminal	2%

Definidos los supuestos, seguidamente se presentan los Estados Financieros Proforma de la empresa "B":

**Tabla 11**

*Estado de Situación Financiera Proforma Empresa "B"*

**EMPRESA "B"**  
**BALANCE GENERAL**

RUBROS	2019	2020	2021	2022	2023
	0	1	2	3	4
<b>ACTIVO NETO</b>					
ACTIVO OPERATIVO NETO (AON)					
Efectivo y equivalentes	74.274	76.130	78.034	79.985	81.984
Cuentas por cobrar	60.034	61.535	63.073	64.650	66.266
Inventarios	20.592	21.107	21.635	22.176	22.730
Otros activos corrientes	46	47	48	49	50
Cuentas y documentos por pagar	-34.191	-35.046	-35.922	-36.820	-37.741
Otros pasivos corrientes	-72.129	-48.469	-49.681	-50.923	-52.196
Total activo operativo neto (AON)	<b>48.625</b>	<b>75.304</b>	<b>77.187</b>	<b>79.117</b>	<b>81.094</b>
ACTIVO NO CORRIENTE					
Propiedad, planta y equipo bruto	540.358	487.640	568.135	549.409	521.783
Depreciaciones y amortizaciones acumuladas	-179.139	-198.645	-217.370	-244.996	-271.904
Propiedad planta y equipo neto	361.219	288.996	350.765	304.413	249.879
Otros activos no corrientes	0	0	0	0	0
TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE	361.219	288.996	350.765	304.413	249.879
<b>TOTAL ACTIVO NETO</b>	<b>409.844</b>	<b>364.300</b>	<b>427.951</b>	<b>383.529</b>	<b>330.974</b>
<b>DEUDA Y PATRIMONIO</b>					
DEUDA FINANCIERA					
Obligaciones financieras corto plazo		0,00	0,00	0,00	0,00
Obligaciones financieras largo plazo		0,00	0,00	0,00	0,00
Otros pasivos no corrientes		0,00	0,00	0,00	0,00
Activos financieros corto plazo		0,00	0,00	0,00	0,00
DEUDA FINANCIERA	92.144	33.506	97.158	52.735	180
PATRIMONIO					
Capital social	156.170	156.170	156.170	156.170	156.170
Reservas	141.205	161.530	161.530	161.530	161.530
Beneficios retenidos	20.325	13.094	13.094	13.094	13.094
PATRIMONIO	317.700	330.794	330.794	330.794	330.794
<b>TOTAL DEUDA FINANCIERA Y PATRIMONIO</b>	<b>409.844</b>	<b>364.300</b>	<b>427.951</b>	<b>383.529</b>	<b>330.974</b>

Tabla 12

Estado de Resultados Empresa "B"

**EMPRESA "B"**  
**ESTADO DE RESULTADOS**

RUBROS	2019	2020	2021	2022	2023
	0	1	2	3	4
Ingresos por prestación de servicios	879.557	901.546	924.084	947.187	970.866
Otros ingresos por actividades ordinarias	41.878	43.972	46.171	48.479	50.903
Costos por prestación de servicios exequiales	585.629	604.036	619.137	634.615	650.480
Gastos de personal	137.351	143.532	149.991	156.740	163.793
Arrendamiento y mantenimiento	35.163	36.921	38.767	40.705	42.741
Publicidad	11.933	12.529	13.156	13.814	14.504
Otros gastos operativos	28.214	29.343	30.517	31.737	33.007
<b>EBITDA</b>	123.146	119.158	118.689	118.055	117.244
Depreciaciones y amortizaciones	52.718	19.506	18.725	27.626	26.907
Ingresos netos no operacionales	7.837	7.837	7.837	7.837	7.837
<b>Utilidad antes de intereses e impuestos UAI / EBIT</b>	78.265	107.489	107.800	98.265	98.174
Gastos financieros	6.418	9.408	3.421	9.920	5.384
Utilidad antes de impuestos UAI	71.846	98.081	104.379	88.345	92.789
Impuesto a la renta	26.679	32.612	34.706	29.375	30.852
<b>Utilidad después de impuestos (UDI)</b>	<b>45.168</b>	<b>65.469</b>	<b>69.673</b>	<b>58.970</b>	<b>61.937</b>

Una vez elaborados los estados financieros, se cuenta con información relevante para elaborar el Flujo de Caja Libre:

Tabla 13

Flujo de Caja Libre Empresa "B"

**EMPRESA "B"**  
**ESTIMACION FLUJO LIBRE DE CAJA**

RUBROS	2019	2020	2021	2022	2023
	0	1	2	3	4
<b>EBITDA</b>		119.158	118.689	118.055	117.244
Depreciaciones y amortizaciones		19.506	18.725	27.626	26.907
Ingresos netos no operacionales		7.837	7.837	7.837	7.837
<b>Utilidad antes de intereses e impuestos UAI / EBIT</b>		107.489	107.800	98.265	98.174
<b>IMPUESTOS</b>		35.740	35.844	32.673	32.643
<b>NOPAT</b>		71.749	71.957	65.592	65.531
Depreciaciones y amortizaciones		19.506	18.725	27.626	26.907
Variacion Capital trabajo Working Capital	(48.625)	(26.679)	(1.883)	(1.930)	81.094
Variacion de la inversion fija CAPEX	(540.358)	52.718	(80.494)	18.725	249.879
<b>FLUJO LIBRE DE CAJA</b>	<b>(588.983)</b>	<b>117.293</b>	<b>8.305</b>	<b>110.014</b>	<b>423.412</b>
<b>FLUJO LIBRE DE CAJA FCL</b>		<b>117.293</b>	<b>8.305</b>	<b>110.014</b>	<b>118.087</b>

Se presenta el valor de la empresa (ver apéndice 6), en donde los resultados fueron los siguientes:

**Tabla 14**

*Valor Patrimonial de la Empresa "B"*

**EMPRESA "B"**  
**ESTIMACIÓN DEL VALOR PATRIMONIAL DE LAS ACCIONES**

<b>VALOR OPERATIVO</b>	
Valor operativo de la empresa (Valor de la empresa)	<b>823.653</b>
Deuda corporativa	92.144,15
Valor patrimonial de la empresa	<b>731.508</b>
Número de acciones en circulación	15.617
<b>Precio de las acciones comunes</b>	<b>\$ 46,84</b>
Valor nominal de las acciones	10,00
Valor patrimonial	20,34

*Nota:* Precio de las acciones en relación al número de acciones

**LA FUSIÓN EMPRESARIAL**

Determinado el valor de las empresas "A" y "B", se plantea la propuesta de adquisición de la empresa "B", en donde se plantea un escenario probable basado en los siguientes supuestos:

Tabla 15

Supuestos de comportamiento empresa "Servicios Exequiales Integrales"

## SERVICIOS EXEQUIALES INTEGRALES

Escenario de fusión

## Supuestos de comportamiento

Ingresos y egresos	2019	2020	2021	2022	2023
Otros ingresos por actividades ordinarias		8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Otros ingresos por actividades ordinarias		8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Costos por prestación de servicios exequiales en relación a los ingresos		36,00%	33,00%	33,00%	33,00%
Gastos de personal		5%			
Arrendamiento y mantenimiento		5%			
Publicidad		1%			
Otros gastos operativos		5%			

Activos fijos	
Construcción del Almacén de artículos funerarios	30.000
Remodelación	100.000
Se depreciará en	10 años      10%
PPE continuará depreciándose al	4%
Crecimiento de activos fijos	2%
Otros activos corrientes se mantendrán igual	

Activo corriente neto (Fondo de maniobra o capital de trabajo)	
Efectivo y equivalentes de efectivo	41,442 días
Cuentas por cobrar	193,417
Inventarios	7,204
Otros activos corrientes	2,220
Cuentas y documentos por pagar	-11,308
Otros pasivos corrientes	-91,851

Otros pasivos no corrientes / ingresos operativos	1,423
---	-------

Pago de dividendos					
	2019	2020	2021	2022	2023
% de dividendos	0	0%	50%	50%	50%

Tasas referenciales	
Tasa de interés a largo plazo	10,21%
Tasa impositiva	36,25%
Costo de capital. Ver hoja de estimación con CAPM	
Tasa de crecimiento de los Flujos de Caja	2,00%
Tasa de crecimiento de dividendos g	2,21%

A continuación se presentan los Estados Financieros Proforma de la empresa fusionada “Servicios Exequiales Integrales”:

**Tabla 16**

*Estado de Situación Financiera Proforma empresa “Servicios Exequiales Integrales”*

**SERVICIOS EXEQUIALES INTEGRALES**  
**Balance general / Escenario de adquisición**

RUBROS	AÑOS				
	2019	2020	2021	2022	2023
	0	1	2	3	4
<b>ACTIVO NETO</b>					
<b>ACTIVO OPERATIVO NETO (AON)</b>					
Efectivo y equivalentes de efectivo	273.010	294.851	318.439	343.914	371.428
Cuentas por cobrar	1.274.189	1.376.124	1.486.214	1.605.111	1.733.520
Inventarios	47.456	51.252	55.352	59.781	64.563
Otros activos corrientes	14.622	15.792	17.055	18.420	19.894
Cuentas y documentos por pagar	-74.496	-80.455	-86.892	-93.843	-101.351
Otros pasivos corrientes	-605.092	-653.499	-705.779	-762.242	-823.221
<b>Total activo operativo neto (AON)</b>	<b>929.689</b>	<b>1.004.064</b>	<b>1.084.390</b>	<b>1.171.141</b>	<b>1.264.832</b>
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>					
Propiedades, maquinarias y equipos bruto (PPE bruto)	4.210.706	4.424.920	4.497.818	4.573.735	4.652.573
Depreciaciones acumuladas	-189.861	-374.658	-561.591	-750.858	-942.647
Propiedad, planta y equipo neto (PPE neto)	4.020.845	4.050.262	3.936.228	3.822.877	3.709.926
Otros activos no corrientes	546.283	546.283	546.283	546.283	546.283
Fondo de comercio	937.020	937.020	937.020	937.020	937.020
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>5.504.148</b>	<b>5.533.566</b>	<b>5.419.531</b>	<b>5.306.180</b>	<b>5.193.230</b>
<b>TOTAL ACTIVO NETO</b>	<b>6.433.837</b>	<b>6.537.630</b>	<b>6.503.921</b>	<b>6.477.321</b>	<b>6.458.062</b>
<b>Pasivo y Patrimonio</b>					
<b>Deuda financiera</b>					
Obligaciones financieras de corto plazo	92.144	0	0	0	0
Obligaciones financieras de largo plazo	1.202.307	0	0	0	0
Otros pasivos no corrientes	3.420.629	3.694.279	3.989.822	4.309.007	4.653.728
Deuda nueva	937.020	2.026.098	1.631.848	1.181.752	669.612
<b>Total deuda financiera</b>	<b>5.652.100</b>	<b>5.720.377</b>	<b>5.621.670</b>	<b>5.490.759</b>	<b>5.323.340</b>
<b>Patrimonio (Recursos propios)</b>					
Capital accionario	243.978	243.978	243.978	243.978	243.978
Reservas	485.463	537.759	537.759	537.759	537.759
Utilidades retenidas (Beneficios retenidos)	52.296	35.516	100.513	204.824	352.984
<b>Total patrimonio</b>	<b>781.737</b>	<b>817.253</b>	<b>882.251</b>	<b>986.562</b>	<b>1.134.721</b>
<b>Total deuda financiera y patrimonio</b>	<b>6.433.837</b>	<b>6.537.630</b>	<b>6.503.921</b>	<b>6.477.321</b>	<b>6.458.062</b>

Tabla 17

Estado de Resultados Proforma empresa "Servicios Exequiales Integrales"

**SERVICIOS EXEQUIALES INTEGRALES  
ESTADO DE RESULTADOS INTEGRAL**

RUBROS	AÑOS				
	2019	2020	2021	2022	2023
	0	1	2	3	4
Ingresos por prestación de servicios	2.404.544	2.596.907	2.804.660	3.029.033	3.271.355
Costos por prestación de servicios exequiales	937.383	908.918	925.538	999.581	1.079.547
Gastos de personal	762.208	800.318	840.334	882.351	926.469
Arrendamiento y mantenimiento	127.650	134.033	140.735	147.771	155.160
Publicidad	22.853	25.969	28.047	30.290	32.714
Otros gastos operativos	246.980	259.329	272.295	285.910	300.205
<b>EBITDA (BAAIT Beneficios antes de amortización, intereses e impuestos)</b>	307.470	468.341	597.712	683.129	777.261
Depreciaciones y amortizaciones	-55.188	-184.797	-186.933	-189.267	-191.789
Otros ingresos no operativos	-34.097	0	0	0	0
<b>EBIT (BAI)</b>	218.184	283.544	410.779	493.862	585.472
Gastos financieros	-24.766	-227.833	-206.865	-166.612	-120.657
Beneficios antes de impuestos (BAI)	193.419	55.711	203.914	327.250	464.815
<b>Impuestos</b>	-77.205	-20.195	-73.919	-118.628	-168.495
Beneficios despues de impuestos (BDI)	<b>116.214</b>	<b>35.516</b>	<b>129.995</b>	<b>208.622</b>	<b>296.319</b>

Tabla 18

Flujo de Caja Descontado empresa Servicios Exequiales Integrales

**SERVICIOS EXEQUIALES INTEGRALES  
ESTIMACIÓN DEL FLUJO LIBRE DE CAJA**

RUBROS	AÑOS				
	2019	2020	2021	2022	2023
	0	1	2	3	4
EBIT (BAI)		283.544	410.779	493.862	585.472
Impuestos		-102.785	-148.907	-179.025	-212.233
NOPAT		180.759	261.872	314.837	373.238
Depreciaciones y amortizaciones		184.797	186.933	189.267	191.789
Variaciones de las inversiones fija CAPEX	-4.210.706	-214.214	-72.898	-75.916	0
Recuperación PPE					3.709.926
Variaciones del capital de trabajo Working capital	-929.689	-74.375	-80.325	-86.751	0
Recuperación del capital de trabajo					1.264.832
<b>Flujo libre de caja (FLC)</b>	<b>-5.140.395</b>	<b>76.967</b>	<b>295.581</b>	<b>341.437</b>	<b>5.539.786</b>
Flujo libre de caja (FLC)	-5.140.395	76.967	295.581	341.437	402.360

Seguidamente se muestra el valor de la nueva empresa, considerando las tasas de descuento definidas en el apéndice 7:

**Tabla 19**

*Valor Patrimonial de la empresa "Servicios Exequiales Integrales"*

SERVICIOS EXEQUIALES INTEGRALES		
<b>ESTIMACION DEL VALOR PATRIMONIAL AL 1 DE ENERO DE 2020</b>		
	VALOR OPERATIVO GLOBAL	
(+)	Valor Operativo del Periodo	<b>21.522.132</b>
(+)	Otros activos no corrientes	<b>546.283</b>
(+)	Fondo de comercio	<b>937.020</b>
	Deuda financiera al 01/01/2020	5.652.100
(=)	<b>VALOR DE LA EMPRESA AL 01 DE ENERO DE 2020</b>	<b>17.353.335</b>
Número de Acciones en Circulación		243.978
Precio de las acciones comunes		<b>\$ 71,13</b>
Valor de la empresa (Capitalización Bursatil)		\$ 17.353.335

*Nota:* Valor de las acciones en el escenario consolidado

El resultado de la valoración evidencia la correcta aplicación del método de flujo de caja descontado, puesto que la empresa fusionada genera un incremento patrimonial considerable, situación que difiere de la valoración individual de las empresas "A" y "B", por lo cual la propuesta de consolidación da lugar al aprovechamiento y formación de nuevas sinergias que permitan generar mayores beneficios para los accionistas y fortalecerse como grupo empresarial.

## Capítulo cinco

### Discusión

La valoración de compañías y la fusión empresarial si bien se constituyen en una herramienta de gestión que coadyuvan a la toma de decisiones gerenciales y estratégicas, algunos estudios con similitudes y diferencias se han realizado al respecto, entre los cuales se pueden citar los siguientes:

- En concordancia con lo manifestado por (Vidarte, 2009), el método de flujos de caja descontados si se considera como el mejor sistema de valoración de empresas, su aplicación se basa en la generación de flujos futuros y la capacidad de una empresa para generar riqueza, tal como se evidencia en la valoración realizada a las empresas “A” y “B” el método si genera valor agregado para las empresas valoradas.
- La utilización del método de Flujos de Caja Descontados se corrobora y coincide con (Pascual, 2009), esta metodología fue aplicada a las empresas del índice Standard & Poor’s 500”.
- La investigación realizada muestra una alta correlación con un estudio aplicado por (Solano y Girón, 2013) realizado a las empresas de servicios que no cotizan en bolsa donde se evidencia la creación de valor producto de la aplicación del método de flujos de caja descontados, además de proporcionar indicadores de la salud financiera de una empresa.
- En la valoración de empresas de servicios petroleros realizada por (Miñacas, 2015), destaca al método de FCD como el más adecuado para generar resultados y flujos positivos a corto y mediano plazo, lo cual concuerda con el horizonte temporal establecido para valorar las empresas “A” y “B”.
- Un estudio similar realizado a la Casa de Funerales “Celestial” en el 2015, denomina al método FCD como el método de la rentabilidad, en lo cual se concuerda puesto que

su aplicación permite conocer la rentabilidad patrimonial de la empresa para sus accionistas.

- Tomando como referencia al estudio realizado por (González, Guzmán, Rincón y Díaz, 2016) quienes realizaron un comparativo de los diferentes métodos para valorar las empresas, en donde establecieron que el método más idóneo para valorar las empresas de servicios es el Flujo de Caja Descontados, lo cual concuerda con esta investigación.
- El modelo desarrollado por (Araya, Arial, Murillo, etc. 2016) para valorar empresas por el método FCD, se estructura en datos históricos de los 6 últimos años, situación que se pone en discrepancia, puesto que existen situaciones atípicas que pueden comprometer las cifras y revelar información equívoca, se considera conveniente realizar una valoración tomando como años base los 3 últimos periodos operativos y establecer un horizonte de proyección no mayor a 5 años.
- Para la valoración de la empresa ENDESA, (Pérez, F. (2017), expresa que el método que genera mayor valor es los múltiplos, en divergencia con el método aplicado en el presente estudio, ya que la empresa valorada cotiza en Bolsa, mientras que las empresas objeto de estudio no cotizan en bolsa.
- Tal como lo manifiesta (Arévalo, 2019) el método de flujos de caja permite tener un valor que se aproxima a la realidad, considerando las estimaciones y tasas que se utilizan para su determinación, esta teoría se corrobora con metodología utilizada en la valoración de las empresas "A" y "B".
- En el Ecuador la fusión de empresas se ha vuelto una práctica muy común según lo señala (Murillo y Méndez, 2011), permite aumentar la competitividad y productividad de las empresas, el aprovechamiento de algunos beneficios tributarios y la maximización de utilidades, objetivos que se enmarcan dentro de la propuesta de fusión planteada en esta investigación.

- En el 2014, una publicación del Telégrafo, revela que las fusiones y adquisiciones de empresas son una práctica muy común en Sudamérica, y que en nuestro país se han realizado adquisiciones de empresas internacionales, lo cual motiva a las empresas ecuatorianas, pese a tener un mercado reducido a optar por esta estrategia de negocio que permitirá obtener mejores beneficios para los accionistas.
- En el artículo publicado por (Méndez, 2016) menciona la creación de un modelo de oligopolio en donde la diferenciación del producto es la clave para la obtención de beneficios, lo cual se relaciona con el sector de servicios exequiales, en donde existe un mercado competitivo limitado.
- La adquisición de WhatsApp por parte de Facebook constituye una estrategia que consistió en adquirir la base de datos de los usuarios de redes sociales, de la misma manera la empresa "A" al adquirir la empresa "B", busca complementar la prestación de sus servicios de forma integral y el incremento de su cuota de mercado.
- La concentración económica en el mercado juega un papel preponderante dentro de la fusión de empresas, dependiendo del sector tal como lo indica (Trujillo, Puente y Andrade, 2017), un mercado altamente concentrado limita la posibilidad de competencia, por lo cual es importante conocer los principales competidores para optar por esta alternativa de negocio, tal como se lo plantea al adquirir una empresa de menor tamaño pero que lidera el mercado.
- Un aspecto de total acuerdo es el manifestado por (Burgos, 2018), que resalta la fusión como una herramienta creadora de valor para los accionistas, mejora la eficiencia corporativa a través de las sinergias.
- Finalmente, los resultados obtenidos de la valoración de la empresa "A", evidencian un incremento en el valor patrimonial de la empresa, con respecto a su valor en libros.; además se podría afirmar que las empresas A y B generan valor económico agregado para sus accionistas, es decir que la empresa posee la capacidad de generar riqueza.

- La propuesta de adquisición de la empresa "B", es considerada como decisión estratégica, pues su ejecución trae consigo la obtención de algunas sinergias que permitirán a la empresa "Servicios Exequiales Integrales", orientarse a una economía de escala, el crecimiento y expansión de la empresa, al mejoramiento de las ventajas competitivas y la adecuada gestión de los ingresos y la optimización de su capital humano.

## Conclusiones

La valoración de empresas se constituye en una herramienta de gestión empresarial que facilita la toma de decisiones estratégicas, a través de su aplicación con unos de los métodos de mayor aceptación como el método de flujos de caja descontados, éste se basa en las estimaciones futuras sobre la capacidad que tiene una empresa para generar riqueza.

Con la valoración de las empresas “A” y “B” dedicadas a la prestación de servicios exequiales de la ciudad de Loja, se refleja el valor operativo de las empresas a valor de mercado, situación que difiere de su valor en libros, lo cual permite evidenciar aspectos positivos y de gran trascendencia en el negocio que le permitirán complementar su gestión empresarial.

Con los resultados de la valoración, la empresa “A” que cuenta con infraestructura y solidez, se motiva a una nueva oportunidad de inversión a través de la adquisición de empresa “B”, y así consolidarse como grupo económico integral en la prestación de servicios exequiales, bajo una nueva denominación.

Finalmente, la empresa “A”, obtiene mejores beneficios al adquirir la empresa “B”, mediante la creación una nueva la empresa “Servicios Exequiales Integrales”, lo cual genera una oportunidad de expansión, el fortalecimiento de las sinergias y mejores beneficios para los accionistas.

## Recomendaciones

Se recomienda realizar la valoración de las empresas de servicios exequiales, considerando que es un sector importante dentro de la economía local y nacional, enfocándose en la aplicación del método de flujos de caja descontados, su aplicación refleja la capacidad de una empresa para generar riqueza, además se convierte en una herramienta de gestión que coadyuva a la correcta toma de decisiones de la alta gerencia.

Valorar las empresas en concordancia con su planeación estratégica de esta manera, la empresa está consciente de sus capacidades, limitaciones, su valor en términos financieros y los generadores de valor que posee y tomar los correctivos necesarios de forma adecuada y oportuna.

La empresa "A" debe aprovechar su solvencia e infraestructura para adquirir la empresa "B", puesto que además de complementar sus servicios, generará mejores beneficios para sus accionistas, lo cual permitirá su consolidación como grupo empresarial y le permitirá obtener mayores ventajas competitivas.

Se recomienda a la empresa "A", la adquisición de la empresa "B", pues al considerar esta compra se crea una nueva empresa "Servicios Exequiales Integrales", que permitirá cumplir con su visión y ser un referente tanto a nivel nacional como internacional y creando valor agregado para sus accionistas.

## Referencias

- Aguiar, N., Meira, D., y Raquel, S. (2015). Study on the efficacy of the Portuguese cooperative taxation. *REVESCO Revista de Estudios Cooperativos*, 121, 7–32.  
<https://doi.org/10.5209/rev>
- Alonso, D. E. J. (2013). Universidad Politécnica Salesiana Sede Quito. Tesis, 1–100.  
Retrieved from <http://dspace.ups.edu.ec/bitstream/123456789/5081/1/UPS-CYT00109.pdf>
- Alonso, S. R., & Villa, P. A. (2007). Valoración de empresas: Teoría y casos prácticos. Aplicaciones al sector agroalimentario. Retrieved from <http://ebookcentral.proquest.com>
- Alonso, I., & Gorina, A. (2017). Orientaciones metodológicas para la estructuración y redacción de un informe de tesis. Retrieved from <http://eprints.rclis.org/33148/1/AGS-38.pdf>
- Araya, S., Arias, M., Murillo, J. P., & Santamaría, Y. (2016). Valoración de la empresa Servicentro La Central mediante flujos de Caja Descontados. 105. Retrieved from <https://repositoriotec.tec.ac.cr/handle/2238/6554>
- Armijos Robles, L. A. (2015). Valoración a la empresa “Moderna Alimentos S. A.” Método de flujo de caja descontados. *Yura Relaciones Internacionales*, 2(Economía), 54–70.  
Retrieved from [http://world\\_business.espe.edu.ec/dialogias-recursividad-hologramia/](http://world_business.espe.edu.ec/dialogias-recursividad-hologramia/)
- Aznar, J., Cayo, T., & Cevallos, D. (2016). Valoración de empresas. Métodos y casos prácticos para pequeñas y medianas empresas. In *Colección UPV Scientia*.
- Bassante, J. (2018). *ESCUELA DE JURISPRUDENCIA Caracterización técnica del trabajo*.

- Blanco Pascual, L. (2009). Valoración De Empresas Por Descuento De Flujos De Caja: Proyección De Ratios Y Estimación Del Valor Terminal Por Múltiplos. *Revista Universo Contábil*, 125–141. <https://doi.org/10.4270/ruc.2009217>
- Brealey, R. Meyers, S. 2003, Principios de Finanzas Corporativas. McGraw Hill, Madrid.
- Burgos, C. (2018). Factibilidad financiera de la fusión de empresas ecuatorianas Comercio S. A. y Servicios S. A. Universidad Espíritu Santo Facultad de Postgrado Guayaquil - Ecuador diciembre de 2018. (2018). 1–21.
- Cartwright, S. Schoenberg, R. 2006, Thirty years of Mergers and Acquisitions research: recent advances and future opportunities. *British Journal of Management*.
- Casagrande Campoverde, E. J. (2014). Universidad católica de santiago de guayaquil. 1–125.
- Chicaiza, S., & Maribel, C. (2016). Valoración de la empresa IDEPLAST Cía. Ltda. A través del método de flujos de caja descontados. (April 2015), 1–126. Retrieved from <http://repositorio.espe.edu.ec/handle/21000/11797>
- Coloma, G. (2005). Fusiones horizontales que reducen los precios. *Trimestre Economico*, 72(1), 31–53.
- Constanza, N., & Valencia, V. (2017). Valoración por el método de Flujo de Caja Descontado y EVA de una empresa del sector de la salud, 1–33.
- Contreras Castillo, C. M., Ospina Ruíz, J. F., Financiera, M. en A. (2017). Valoración de empresa del sector restaurantes por medio de flujos de caja descontados. Retrieved from <https://repository.eafit.edu.co/handle/10784/11768#.WtgqPwXtPSU.mendeley>
- Damodaran, A. 2002, Investment valuation: Tools and Techniques for determining the value of any assets. John Wiley Finance, New York.
- Espa, M., & Central, P. E. (2020). Valoración de empresas. Un resumen. (2017).

- Fernández, P. (2000). Métodos de valoración de empresas. *Revista de Antiguos Alumnos Del IEEM*, 3(2), 8–16.
- Fernández, P. Bonet, A. 2003, *Fusiones, Adquisiciones y Control de las Empresas*.  
www.iese.edu.
- Fernández, P. 2004, *Valoración de Empresas*, Ediciones Gestión 2000.
- Fernández, P. 2019, *Métodos de Valoración de Empresas*.
- Hernández, R., Fernández, C., y Baptista, M.P. (2010) *Metodología de la Investigación* (5ª Ed.). México: McGraw Hill Educación.
- Josep Tàpies, Miguel Ángel Gallo, María José Estapé, J. M. R. (n.d.). *Los procesos de fusión y adquisición en empresas familiares*. Retrieved from estudio 10 escritori
- La, R. D. E., Del, U., & Azuay, U. D. E. L. (2010). *REVISTA DE LA UNIVERSIDAD DEL AZUAY* Agosto 2010.
- Las, R. S. A. A., Isoholding, E., Período, E. N. E. L., Juan, I. N. G., & Aguirre, C. (2014). *Facultad De Ciencias Económicas Y Administrativas Carrera De Contabilidad Superior Y Auditoría “ Efectos Contables , Tributarios Y Financieros De La Tosi Cía . Ltda . Y Reciclajes Ecológicos Green Thumb C . a . , Tesis Previa a La Obtención Del Título De C.*
- Lu, N., & Lu, G. (n.d.). *Trabajo de Investigación Final “ Lecciones aprendidas en la fusión de empresas : el caso de estudio en el rubro automotriz . ”*
- Mascareñas, J. 2011, *Fusiones, Adquisiciones y Valoración de Empresas*. Ecobook, Madrid.
- Martínez, A. E. (2017). *Finanzas para directivos* (2a. ed.). Retrieved from <http://ebookcentral.proquest.com> Created from bibliotecautplsp on 2020-01-15 19:19:08.

- Murillo, V. (2007). La Fusión De Empresas En El Ecuador Como Opción De Crecimiento: Un Análisis De Casos. *Escuela Superior Politécnica Del Litoral*, 67(6), 14–21.
- Nacional, E., Una, C. O. N., La, U., Estratégica, P., Ing, A., Yadira, L., & Bajaña, R. (2014). Universidad De Guayaquil Proyectos Corporativos “ Efectos Financieros De La Fusión De Una Tutor : Econ . Isauro Vivanco Hidalgo Guayaquil – Ecuador.
- Sánchez Díez, Á., Reca, P. G., & de la Cruz, J. M. G. (2016). Las fusiones y adquisiciones realizadas por empresas españolas en América latina: Un estudio desde la perspectiva del análisis de redes. *Cepal Review*, 2016(120), 55–74.  
<https://doi.org/10.18356/a7f8671d-es>
- Talma Ruiz, A. (2015). VALORACIÓN DE EMPRESA ENTEL S . A . Método mediante Flujo de Caja Descontado.
- Terra, P. (2008). *Métodos Actuales* .
- Trujillo-Sandoval, D., Puente-Guijarro, C., & Andrade-Quevedo, K. (2018). Concentración Económica en el Mercado Cervecerero Ecuatoriano. // Economic Concentration in the Ecuadorian Brewery Market. *Ciencia Unemi*, 10(25), 67.  
<https://doi.org/10.29076/issn.2528-7737vol10iss25.2017pp67-78p>
- Villarroel, A., & Ortiz, J. (2011). Universidad Técnica De Ambato. *Repo.Uta.Edu.Ec*, 593(03), 130. Retrieved from <http://repo.uta.edu.ec/bitstream/handle/123456789/5301/Mg.DCEv.Ed.1859.pdfsequence=3>
- Zarate, J. Gerencia de Valor. Universidad Tecnológica de Bolívar. Especialización en Finanzas. Cartagena. 2012  
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>  
<https://www.ecuadorencifras.gob.ec/estadisticas/>

<https://www.bloomberg.com/>

<https://www.eltelegrafo.com.ec/noticias/economia/4/34-empresas-locales-se-fusionaron-en-2-anos-infografia>

## Apéndice

### Apéndice 1: Estados de Situación Financiera Históricos Empresa "A"

EMPRESA "A"  
BALANCE GENERAL

RUBROS	2016	2017	2018	2019
<b>ACTIVO</b>				
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>				
Efectivo y equivalentes	344.195	779.744	178.784	198.737
Activos Financieros mantenidos hasta el vencimiento	189.000		733.000	810.505
Cuentas por cobrar	1.620.355	1.387.972	708.550	1.214.155
Inventarios	9.607	9.868	25.540	26.863
Otros activos corrientes	60.991	1.496	6.781	14.577
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>2.224.149</b>	<b>2.179.079</b>	<b>1.652.654</b>	<b>2.264.836</b>
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>				
Propiedad, planta y equipo	3.044.093	3.053.630	3.357.239	3.601.703
Intangibles	11.743	1.261	3.414	57.923
Cuentas por cobrar a largo plazo			807.272	541.492
Otros activos no corrientes		10	2.299	4.791
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>3.055.836</b>	<b>3.054.901</b>	<b>4.170.225</b>	<b>4.205.909</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>5.279.985</b>	<b>5.233.980</b>	<b>5.822.879</b>	<b>6.470.745</b>
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>				
<b>PASIVO CORRIENTE</b>				
Obligaciones financieras	3.337	1.685	3.391	21.735
Cuentas y documentos por pagar	172.640	112.146	54.806	40.305
Impuestos y gravámenes	3.477	39.019	7.625	3.459
Obligaciones laborales	20.222	56.689	29.257	70.067
Provisiones	39.549	8.537	8.748	10.003
Otros pasivos corrientes	795	7.213	7.448	410.359
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>240.020</b>	<b>225.288</b>	<b>111.276</b>	<b>555.927</b>
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>				
Provisiones	-	38.224	45.107	52.340
Obligaciones financieras	205.690	-	-	-
Ingresos por pasivos diferidos	3.087.424	2.728.063	2.874.812	3.139.095
Otros pasivos no corrientes	1.275.748	1.649.676	2.059.495	1.991.077
Cuentas y documentos por pagar L/P	-	-	232.890	229.194
<b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>4.568.862</b>	<b>4.415.963</b>	<b>5.212.303</b>	<b>5.411.706</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>4.808.882</b>	<b>4.641.251</b>	<b>5.323.579</b>	<b>5.967.633</b>
<b>PATRIMONIO</b>				
Capital social	87.808	87.808	87.808	87.808
Otros resultados integrales	324.139	310.697	313.021	316.132
Reservas	11.343	20.487	24.386	28.125
Resultados del ejercicio	47.811	173.735	74.083	71.046
Resultados acumulados	2	2	2	2
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>471.103</b>	<b>592.729</b>	<b>499.300</b>	<b>503.113</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>5.279.985</b>	<b>5.233.980</b>	<b>5.822.879</b>	<b>6.470.745</b>

**Apéndice 2: Estados de Resultados Históricos Empresa "A"**

EMPRESA "A"  
ESTADO DE RESULTADOS

RUBROS	2016	2017	2018	2019
Ingresos por Prestación de Servicios 0%	1.014.703	1.806.005	1.748.934	1.443.993
Ingresos por Publicidad Revista				3.800
Ingresos por Venta de Bienes 12%	50.944		-	35.239
Otros ingresos por actividades ordinarias	943.327	10.862	6.826	76
Costos por prepagos y asistencias exequiales	(1.108.591)	(255.155)	(196.418)	(84.537)
Costos por venta de cofres	(6.408)	(53.094)	(48.039)	(13.343)
Otros costos indirectos	(82.697)	(404.122)	(480.758)	(188.667)
Mano de obra Directa	(63.125)	(62.498)	(62.503)	(65.207)
<b>Utilidad bruta</b>	<b>748.154</b>	<b>1.041.999</b>	<b>968.041</b>	<b>1.131.355</b>
Gastos operacionales				
Gastos de Ventas	(229.373)	(204.573)	(278.592)	(263.689)
Gastos administrativos	(158.826)	(187.663)	(251.502)	(294.801)
Honorarios Profesionales	(47.227)	(51.475)	(44.431)	(66.367)
Arrendamientos	(600)	(600)	-	-
Mantenimiento y reparaciones	(24.205)	(49.558)	(34.667)	(92.488)
Promoción y Publicidad	(7.841)	(10.606)	(3.271)	(10.920)
Suministros, Materiales y Repuestos	(12.310)	(7.673)	(15.417)	(13.917)
Transporte	(373)	(273)	-	(228)
Seguros y Reaseguros	(1.643)	(1.195)	(9.895)	(18.136)
Gastos de Gestión	(2.380)	(712)	(44)	(9.026)
Gastos de Viaje	(2.957)	(6.125)	(9.502)	(6.730)
Servicios Básicos	(10.195)	(8.157)	(14.709)	(17.099)
Otros gastos administrativos		(6.050)	(344)	(2.792)
Impuestos, contribuciones y otros	(18.974)	(17.654)	(21.012)	(20.707)
Depreciaciones	(552)	(658)	(797)	(1.022)
Pagos por otros servicios	(22.849)	(22.275)	(47.021)	(71.910)
Amortizaciones		(5.228)	(1.017)	(1.449)
IVA que se carga al gasto	(46.809)	(32.708)	(36.679)	(58.220)
Total gastos operacionales	(587.112)	(613.184)	(768.900)	(949.501)
<b>Utilidad operacional -UAI</b>	<b>161.042</b>	<b>428.815</b>	<b>199.141</b>	<b>181.854</b>
Más: ingresos no operacionales	4.875	18.757	15.405	3.631
Menos: Otros gastos	(35.780)	(91.138)	(43.705)	(45.565)
Gastos financieros	(49.007)	(60.666)	(43.158)	(18.347)
<b>Utilidad antes de impuestos UAI</b>	<b>81.130</b>	<b>295.768</b>	<b>127.682</b>	<b>121.572</b>
Impuesto a la renta y complementarios	33.318	122.032	53.599	50.526

Utilidad después de impuestos (UDI)	47.811	173.735	74.083	71.046
-------------------------------------	--------	---------	--------	--------

Apéndice 3: Costo Promedio de Capital Empresa "A"

Costo de capital promedio ponderado CAMP					
RUBROS	2019	2020	2021	2022	2023
	0	1	2	3	4
<b>COSTO DE LA DEUDA kd</b>					
Costo de la deuda	0,1021	0,1021	0,1021	0,1021	0,1021
<b>Kd * (1-t)</b>	0,0651	0,0651	0,0651	0,0651	0,0651
<b>kd * (1-t) * (D/D+E)</b>	0,0639	0,0636	0,0636	0,0637	0,0638
<b>COSTO DE LAS ACCIONES ke</b>					
tasa libre de riesgo Rf	0,0063	0,0063	0,0063	0,0063	0,0063
beta desapalancada $\beta_u$	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90
beta apalancada $\beta_i$	32,15	24,78	26,23	27,76	29,39
Prima de mercado (Rm-Rf) PM	0,05230	0,05230	0,05230	0,05230	0,05230
<b>ke sin riesgo pais</b>	168,79%	130,23%	137,79%	145,82%	154,32%
tasa rieso / Ecuador	0,1469	0,1469	0,1469	0,1469	0,1469
<b>ke con riesgo</b>	183,48%	144,92%	152,48%	160,51%	169,01%
<b>ke * (E/(D+E))</b>	3,31%	3,40%	3,38%	3,36%	3,34%
<b>CCPP (WACC)</b>	<b>9,70%</b>	<b>9,76%</b>	<b>9,74%</b>	<b>9,73%</b>	<b>9,72%</b>
<b>CCPP (WACC) PROMEDIO</b>	<b>9,73%</b>				

Apéndice 4: Estado de Situación Financiera Históricas Empresa "B"

Empresa "B"  
BALANCE GENERAL

RUBROS	2016	2017	2018	2019
<b>ACTIVO</b>				
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>				
Efectivo y equivalentes	46.996	68.566	123.492	74.274
Activos Financieros mantenidos hasta el vencimiento	-	39	39	4
Cuentas por cobrar	224.514	164.728	54.125	60.034
Inventarios	15.936	14.890	22.988	20.592
Servicios y otros pagos anticipados	4.304	1.500	3.395	46
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>291.750</b>	<b>249.724</b>	<b>204.038</b>	<b>154.950</b>
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>				
Propiedad, planta y equipo	309.234	276.925	380.097	357.519
Intangibles		2.800	2.600	3.700
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>309.234</b>	<b>279.725</b>	<b>382.697</b>	<b>361.219</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>600.984</b>	<b>529.448</b>	<b>586.735</b>	<b>516.169</b>
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>				
<b>PASIVO CORRIENTE</b>				
Obligaciones financieras	54.718	65.022	56.480	2.588
Cuentas y documentos por pagar	18.868	37.456	81.867	34.191
Impuestos y gravámenes	10.359	10.778	6.601	7.160
Obligaciones laborales	12.257	17.797	14.060	32.173
Provisiones	3.855	4.095	5.306	7.855
Otros pasivos corrientes	16.808	2.666	3.843	100
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>116.864</b>	<b>137.813</b>	<b>168.156</b>	<b>84.067</b>
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>				
Obligaciones financieras	117.213	53.655		
Cuentas por pagar diversas	242.888	189.637	73.967	78.967
Otros pasivos no corrientes	17.493	7.777	11.521	10.593
<b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>377.594</b>	<b>251.069</b>	<b>85.488</b>	<b>89.560</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>494.459</b>	<b>388.882</b>	<b>253.644</b>	<b>173.626</b>
<b>PATRIMONIO</b>				
Capital social	500	500	156.170	156.170
Adopción por primera vez NIIF	50.665			
Reservas	2.658	2.658	4.501	6.879
Resultados del ejercicio	23.105	58.209	35.026	45.168

Resultados acumulados	29.598	79.199	137.394	134.326
TOTAL PATRIMONIO	106.525	140.566	333.091	342.542
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	<b>600.984</b>	<b>529.448</b>	<b>586.735</b>	<b>516.169</b>

**Apéndice 5: Estados de Resultados Históricos Empresa "B"**

**EMPRESA "B"**  
**ESTADO DE RESULTADOS**

RUBROS	2016	2017	2018	2019
Ingresos por Prestación de Servicios 0%	851.255	870.497	906.427	879.557
Ingresos por Venta de Bienes 12%			22.410	41.753
Otros ingresos por actividades ordinarias	719	1.160	264	125
Costos por servicios de salas de velación	(237.178)	(235.005)	(258.206)	(276.193)
Costos por venta de cofres	(60.346)	(72.649)	(80.419)	(77.532)
Costos por servicio de movilización	(17.566)	(17.944)	(23.055)	(13.311)
Costos Servicios Básicos	(13.244)	(13.080)	(11.586)	(9.331)
Sueldos operativos	(135.678)	(173.772)	(216.716)	(209.262)
Utilidad bruta	387.963	359.207	339.119	335.806
Gastos operacionales				
Gastos de Personal Administrativo	(98.121)	(93.128)	(105.243)	(98.095)
Salud y Seguridad Ocupacional	(39)		(34)	(2.093)
Honorarios Profesionales	(49.484)	(56.337)	(47.000)	(37.164)
Arrendamientos	(11.000)	(18.435)	(16.054)	(2.609)
Mantenimiento y reparaciones	(47.239)	(11.514)	(13.982)	(15.482)
Promoción y Publicidad	(2.771)	(4.036)	(3.779)	(5.567)
Suministros, Materiales y Repuestos	(13.159)	(16.877)	(10.666)	(11.400)
Transporte	(1.229)	(520)	(1.520)	(614)
Seguros y Reaseguros	(1.376)	(1.118)	(1.619)	(5.057)
Gastos de Gestión	(132)	(4.608)	(1.572)	(5.764)
Gastos de Viaje	(2.928)	(388)	(1.408)	(602)
Impuestos, contribuciones y otros	(3.906)	(2.014)	(4.296)	(2.628)
Depreciaciones	(44.763)	(39.835)	(41.424)	(52.484)
Pagos por otros servicios	(3.995)	(5.385)	(9.250)	(6.744)
Amortizaciones		(200)	(200)	(233)
IVA que se carga al gasto	(34.256)	(26.934)	(35.850)	(18.842)
Total gastos operacionales	(314.397)	(281.328)	(293.897)	(265.378)
<b>Utilidad operacional -UAI</b>	<b>73.566</b>	<b>77.878</b>	<b>45.221</b>	<b>70.428</b>
Mas: ingresos no operacionales	112	28.831	24.191	8.056
Menos: Otros gastos	(2.572)	(1.365)	(970)	(220)
Gastos financieros	(23.307)	(17.095)	(12.477)	(6.418)
<b>Utilidad antes de impuestos UAI</b>	<b>47.800</b>	<b>88.249</b>	<b>55.965</b>	<b>71.846</b>
Impuesto a la renta y complementarios	24.695	30.040	20.939	26.679
<b>Utilidad después de impuestos (UDI)</b>	<b>23.105</b>	<b>58.209</b>	<b>35.026</b>	<b>45.168</b>

**Apéndice 6: Costo Promedio Ponderado de Capital Empresa "B"**

Costo de capital promedio ponderado CAMP					
RUBROS	2019	2020	2021	2022	2023
	0	1	2	3	4
<b>COSTO DE LA DEUDA kd</b>					
Costo de la deuda	0,1021	0,1021	0,1021	0,1021	0,1021
<b>Kd * (1-t)</b>	0,0682	0,0682	0,0682	0,0682	0,0682
<b>kd * (1-t) * (D/D+E)</b>	0,0165	0,0071	0,0172	0,0105	0,0000
<b>COSTO DE LAS ACCIONES ke</b>					
tasa libre de riesgo Rf	0,0063	0,0063	0,0063	0,0063	0,0063
beta desapalancada $\beta_u$	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90
beta apalancada $\beta_i$	1,09	0,97	1,10	1,01	0,90
Prima de mercado (Rm-Rf) PM	0,05230	0,05230	0,05230	0,05230	0,05230
<b>ke sin riesgo pais</b>	6,34%	5,70%	6,39%	5,91%	5,34%
tasa rieso / Ecuador	0,1469	0,1469	0,1469	0,1469	0,1469
<b>ke con riesgo</b>	21,03%	20,39%	21,08%	20,60%	20,03%
<b>ke * (E/(D+E))</b>	15,94%	18,27%	15,77%	17,42%	20,02%
<b>CCPP (WACC)</b>	<b>17,59%</b>	<b>18,98%</b>	<b>17,49%</b>	<b>18,47%</b>	<b>20,02%</b>
<b>CCPP (WACC) PROMEDIO</b>	<b>18,51%</b>				

**Apéndice 7: “Estados Financieros Consolidados”**

**ESTADO DE SITUACION FINANCIERA**

RUBROS	EMPRESA A	EMPRESA B	CONSOLIDADO
	2019	2019	2019
<b>ACTIVO NETO</b>			
ACTIVO OPERATIVO NETO (AON)			
Efectivo y equivalentes	74.274	198.737	273.010
Cuentas por cobrar	60.034	1.214.155	1.274.189
Inventarios	20.592	26.863	47.456
Otros activos corrientes	46	14.577	14.622
Cuentas y documentos por pagar	(34.191)	(40.305)	(74.496)
Otros pasivos corrientes	(72.129)	(532.963)	(605.092)
<b>Total activo operativo neto (AON)</b>	<b>48.625</b>	<b>881.064</b>	<b>929.689</b>
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>			-
Propiedad, planta y equipo bruto	540.358	3.670.348	4.210.706
Depreciaciones y amortizaciones acumuladas	(179.139)	(10.722)	(189.861)
Propiedad planta y equipo neto	361.219	3.659.626	4.020.845
Otros activos no corrientes		546.283	546.283
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>361.219</b>	<b>4.205.909</b>	<b>4.567.128</b>
<b>TOTAL ACTIVO NETO</b>	<b>409.844</b>	<b>5.086.973</b>	<b>5.496.818</b>
<b>DEUDA Y PATRIMONIO</b>			
DEUDA FINANCIERA			
Obligaciones financieras corto plazo	92.144		92.144
Obligaciones financieras largo plazo		1.202.307	1.202.307
Otros pasivos no corrientes		3.420.629	3.420.629
DEUDA FINANCIERA	92.144	4.622.936	4.715.080
PATRIMONIO			-
Capital social	156.170	87.808	243.978
Reservas	141.205	344.258	485.463
Revalorización del patrimonio			-
Beneficios retenidos	20.325	31.971	52.296
PATRIMONIO	317.700	464.037	781.737
<b>TOTAL DEUDA FINANCIERA Y PATRIMONIO</b>	<b>409.844</b>	<b>5.086.973</b>	<b>5.496.817</b>

## ESTADO DE RESULTADOS

RUBROS	EMPRESA A	EMPRESA B	CONSOLIDADO
	2019	2019	2019
Ingresos por prestación de servicios	879.557	1.443.993	2.323.550
Otros ingresos por actividades ordinarias	41.878	39.116	80.994
Costos por prestación de servicios exequiales	(585.629)	(351.754)	(937.383)
Gastos de personal	(137.351)	(624.857)	(762.208)
Arrendamiento y mantenimiento	(35.163)	(92.488)	(127.650)
Publicidad	(11.933)	(10.920)	(22.853)
Otros gastos operativos	(28.214)	(218.765)	(246.980)
<b>EBITDA</b>	<b>123.146</b>	<b>184.324</b>	<b>307.470</b>
Depreciaciones y amortizaciones	(52.718)	(2.471)	(55.188)
Ingresos netos no operacionales	7.837	(41.934)	(34.097)
<b>EBIT (BAI)</b>	<b>78.265</b>	<b>139.920</b>	<b>218.184</b>
Gastos financieros	(6.418)	(18.347)	(24.766)
<b>Beneficios antes de impuestos (BAI)</b>	<b>71.846</b>	<b>121.572</b>	<b>193.419</b>
Impuesto a la renta	26.679	50.526	77.205
<b>Beneficios despues de impuestos (BDI)</b>	<b>45.168</b>	<b>71.046</b>	<b>116.214</b>

## Apéndice 8: Costo de Capital Promedio Ponderado "Servicios Exequiales Integrales"

## Costo de capital promedio ponderado /CAPM

RUBROS	Años				
	2019	2020	2021	2022	2023
	0	1	2	3	4
<b>Kd</b>					
Costo de la deuda Kd	0,1021	0,1021	0,1021	0,1021	0,1021
<b>Kd * (1-t)</b>	0,0651	0,0651	0,0651	0,0651	0,0651
<b>Kd *(1-t) * (D / (D+ E))</b>	0,06	0,06	0,06	0,06	0,05
<b>Ke</b>					
Tasa libre de riesgo Rf	0,0063	0,0063	0,0063	0,0063	0,0063
Beta desapalancada Bu	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90
Beta apalancada Bi	2,65	2,52	2,16	1,69	1,19
Prima de mercado PM	0,0523	0,0523	0,0523	0,0523	0,0523
<b>Ke = Rf + B*PM sin riesgo país</b>	0,1388	0,1319	0,1131	0,0889	0,0627
Tasa de riesgo de Ecuador (Country risk premium)	0,1469	0,1469	0,1469	0,1469	0,1469
<b>Ke con riesgo</b>	0,2857	0,2788	0,2600	0,2358	0,2096
<b>Ke * ( E / D+ E)</b>	0,0347	0,0349	0,0353	0,0359	0,0368
<b>CCPP = Kd + ke</b>	<b>0,0919</b>	<b>0,0918</b>	<b>0,0915</b>	<b>0,0911</b>	<b>0,0905</b>