

ESCUELA SUPERIOR POLITECNICA DEL LITORAL

Facultad de Ciencias Sociales y Humanísticas



**“VALORACIÓN DE LA MARCA: SU APOORTE EN EL VALOR DE
LA EMPRESA. APLICACIÓN A UNA EMPRESA ECUATORIANA
DE BIENES MEMORIALES Y SERVICIOS EXEQUIALES”**

TESIS DE GRADO

Previa a la obtención del Título de:

MAGISTER EN FINANZAS

Presentado por:

ANDREA PLÚA CÁRDENAS

CHRISTIAN VILLAMAR ÁLVAREZ

Guayaquil – Ecuador

2015

AGRADECIMIENTO

A Dios, por ser mi guía y darme la sabiduría y fuerzas necesarias para cumplir con mis metas. A mi mami, por su amor invaluable y el apoyo incondicional que me ha brindado en cada objetivo propuesto. A mi novio, por el impulso y apoyo dado a lo largo de toda la maestría. A mi familia, que siempre está pendiente de mí y mis metas. A todos los profesores que formaron parte de la maestría por los conocimientos compartidos, especialmente al M. Sc. Roberto Palacios, director de esta tesis, por la orientación y tiempo dedicado. A mis jefes, compañeros y amigos que de una u otra manera colaboraron a la consecución de este objetivo.

Andrea Plúa Cárdenas

A mi Dios todopoderoso y misericordioso; quien me otorga la vida, la salud, el entendimiento y la oportunidad para desarrollarme profesionalmente, la sabiduría y el razonamiento para la toma de mis decisiones y la fortaleza para ejecutar cada proyecto que emprendo en mi vida. A mi madre por darme su apoyo, amor y dedicación durante toda mi vida, por haberme acompañado en el proyecto de la maestría; y por su motivación en el momento más crítico de la misma. A mi familia, quienes me motivan constantemente para perseverar ante cualquier adversidad. A mis jefes y compañeros de trabajo quienes me permiten día a día compartir experiencias laborales que contribuyen a mi formación como profesional y como ser humano. A todos mis amigos quienes siempre comparten conmigo la felicidad de mis logros y se mantienen atentos en mis momentos difíciles.

Christian Villamar Álvarez

TRIBUNAL DE TITULACIÓN

Ph.D Katia Rodríguez Morales
PRESIDENTE DEL TRIBUNAL

M.Sc. Roberto Palacios Dueñas
DIRECTOR DE TESIS

M.Sc. Washington Macías Rendón
REVISOR 1

M.Sc. Martha Aguilar
REVISOR 2

DECLARACIÓN EXPRESA

La responsabilidad del contenido de este Trabajo de Titulación, nos corresponde exclusivamente; y el patrimonio intelectual de la misma a la ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL

Andrea Plúa Cárdenas

Christian Villamar Álvarez

INDICE GENERAL

AGRADECIMIENTO	ii
TRIBUNAL DE TITULACIÓN.....	iii
DECLARACIÓN EXPRESA.....	iv
INDICE GENERAL	v
RESUMEN.....	vii
INDICE DE ILUSTRACIONES	viii
INDICE DE TABLAS	ix
1. INTRODUCCIÓN.....	1
1.1. ANTECEDENTES	1
1.2. DEFINICIÓN DEL PROBLEMA	4
1.3. OBJETIVOS.....	4
1.3.1. Objetivo General.....	4
1.3.2. Objetivos Específicos.....	5
1.4. JUSTIFICACIÓN.....	5
1.5. ALCANCE DE ESTUDIO.....	5
2. REVISIÓN DE LA LITERATURA.....	7
2.1. DEFINICIÓN DE VALORACIÓN DE EMPRESAS Y MARCAS.....	7
2.2. MODELOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS	9
2.2.1. Métodos Basados en el Descuento de Flujos de Caja Futuros	10
2.2.2. Modelo APV (Adjusted present value).....	14
2.3. MODELOS DE VALORACIÓN DE MARCA	14
2.3.1. Método de los Costos Históricos	14
2.3.2. Métodos de los Costos Actuales o de Reposición	15
2.3.3. Métodos de las Proyecciones o Rentabilidad Futura.....	15
2.3.4. Métodos de Valorar Intangibles Vs Valor de la Empresa	16
2.3.5. Valor de Mercado Vs Valor Contable	16
2.3.6. Valor de Mercado - Valor Contable - Capital intelectual	16
2.3.7. Método de Comparación de Empresas.....	16
2.3.8. Métodos de Valoración en Base a la Posición en el Mercado.....	17
2.3.9. Método de Valoración de Interbrand	17

2.3.10.	Free Cash Flow	20
2.3.11.	Ratios de Capitalización sobre Ventas (Damodaran)	20
3.	ANÁLISIS Y VALORACIÓN FINANCIERA DE PANTEONES LOS PARAÍDOS	22
3.1.	ANÁLISIS DE DESEMPEÑO DE LA ECONOMIA, DE LA INDUSTRIA SERVICIOS EXEQUIALES Y PANTEONES LOS PARAÍDOS	22
3.1.1.	Análisis Externo.....	22
3.1.2.	Análisis Interno	27
3.1.3.	Análisis Cifras Financieras Históricas	31
3.2.	VALORACIÓN FINANCIERA DE PANTEONES LOS PARAÍDOS	43
3.2.1.	Elección del Método de Valoración Técnica.....	43
3.2.2.	Premisas para las Proyecciones	44
3.2.3.	Estimación de los Flujos de Caja	46
3.2.4.	Estimación de la Tasa de Descuento	47
3.2.5.	Estimación del Valor Terminal	53
3.2.6.	Valoración Financiera de Panteones Los Paraísos	54
3.2.7.	Análisis de Escenarios	55
4.	VALORACIÓN DE LA MARCA “PANTEONES LOS PARAÍDOS”	56
4.1.	VALORACIÓN DE LOS INTANGIBLES A PARTIR DEL VALOR EMPRESA.....	56
4.2.	VALORACIÓN MARCARIA - MÉTODO DE INTERBRAND.....	57
4.3.	VALORACIÓN MARCARIA - MÉTODO DE DAMODARAN (RATIO DE CAPITALIZACIÓN SOBRE VENTAS).....	62
4.4.	ANÁLISIS DE RESULTADOS	64
5.	CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	65
	REFERENCIAS	67

RESUMEN

Una marca mide la relación con el consumidor, su preferencia para el uso de un producto y la satisfacción implícita para su elección; valorarla implica una visión a largo plazo del negocio y la determinación de su valor ayuda principalmente a resguardar los intereses de los accionistas. En Ecuador, el tema de la valoración de las marcas no se encuentra muy desarrollado en vista de que los empresarios no cuentan con mucha información sobre los beneficios que genera a las empresas conocer el valor de sus marcas y con ello limitan su poder de negociación. Por ello, este trabajo tiene como objetivo determinar el aporte de la marca en el valor integral del grupo de empresas que conforman Camposantos Panteones Los Paraísos (PLP), empresa que cuenta con 20 años de experiencia en el mercado ecuatoriano ofreciendo bienes memoriales y servicios exequiales, con un posicionamiento o participación de mercado de más del 60%. En el primer capítulo se realiza una introducción al estudio de las marcas, explicando los beneficios de su valoración y su importancia en el mundo de los negocios en la actualidad. En el capítulo dos, se realiza una revisión de literatura concerniente a valoración de empresas y marcas. En el tercer capítulo se realiza una descripción de la empresa Camposantos Panteones los Paraísos, así como un análisis interno y externo de la realidad económica en la que se desempeñan las compañías del grupo, para posteriormente proceder a la valoración de la empresa aplicando el método Free Cash Flow (FCF) y WACC (rentabilidad exigida ponderada), llegando a determinar que el valor integral del negocio es de USD 39,62 millones. Luego, en el capítulo cuatro se determina el valor de los intangibles generales, los mismos que incluyen a la marca y se aplican los métodos propuestos por Interbrand y Damodaran para establecer el valor de la marca PLP en USD 17,56 millones y USD 20,28 millones, respectivamente, lo que representa entre un 44% y 51% del valor integral del negocio. Finalmente, en el capítulo cinco se exponen las conclusiones, limitaciones y recomendaciones del trabajo realizado. De esta manera se contribuye con evidencia empírica sobre la aplicación de los métodos de valoración marcaria en Ecuador y se despierta el interés de empresarios e investigadores hacia la valoración de marcas, dados los beneficios implícitos que posee la valoración.

INDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 3. 1	Producto Interno Bruto (2009 - 2014)	23
Ilustración 3. 2	Inflación Anual (Porcentajes, 2001 -2014)	24
Ilustración 3. 3	Inflación por Divisiones de Consumo (Porcentajes, 2014)	24
Ilustración 3. 4	Tasas Activas Referenciales (Porcentajes, Enero 2014 -2015)	25
Ilustración 3. 5	Tasas Pasivas Referenciales (Porcentajes, Enero 2014 -2015)	26
Ilustración 3. 6	Participación de Mercado	27
Ilustración 3. 7	Organigrama de PLP	29
Ilustración 3. 8	Evolución de Ingresos (Millones de USD)	31
Ilustración 3. 9	Composición de las Ventas (Año 2014)	32
Ilustración 3. 10	Evolución de Costo de Ventas (Millones de USD)	32
Ilustración 3. 11	Evolución de Gastos Operativos (Millones de USD)	33
Ilustración 3. 12	Evolución de Márgenes Brutos y Operativos	34
Ilustración 3. 13	Evolución de Gastos Financieros (Millones de USD)	34
Ilustración 3. 14	Evolución Utilidad Neta (Millones de USD)	35
Ilustración 3. 15	Evolución y Composición de Activos (Millones de USD)	36
Ilustración 3. 16	Composición de Activos Corrientes (Año 2014)	36
Ilustración 3. 17	Evolución y Composición de Pasivos (Millones de USD)	37
Ilustración 3. 18	Composición de Pasivos Corrientes (Año 2014)	38
Ilustración 3. 19	Composición de Pasivos No Corrientes (Año 2014)	38
Ilustración 3. 20	Evolución y Composición del Patrimonio (Millones de USD)	39
Ilustración 3. 21	Evolución Estructura de Financiamiento (Millones de USD)	40
Ilustración 3. 22	Evolución EBITDA (Millones de USD)	40
Ilustración 3. 23	Evolución de Coberturas (Veces)	41
Ilustración 3. 24	Evolución de Rentabilidad sobre Ventas (ROS)	41
Ilustración 3. 25	Evolución de Rentabilidad sobre Activos (ROA)	42
Ilustración 3. 26	Evolución de Rentabilidad sobre Patrimonio (ROE)	42
Ilustración 3. 27	Evolución de Índices Liquidez	43
Ilustración 3. 28	Prima por Tamaño (Micro-Cap)	52
Ilustración 4. 1	Factores de Fortaleza de Marca según Interbrand	59
Ilustración 4. 2	Múltiplo vs Fortaleza de la Marca	61

INDICE DE TABLAS

Tabla 2. 1 Principales Métodos de Valoración	9
Tabla 3. 1 Estimación de los Flujos de Caja (2015 – 2024)	47
Tabla 3. 2 Estimación Costo de la Deuda	48
Tabla 3. 3 Estimación Tasa Libre de Riesgo (R_f)	48
Tabla 3. 4 Betas para Países Emergentes (β)	49
Tabla 3. 5 Estimación Prima de Riesgo del Mercado ($R_m - R_f$)	49
Tabla 3. 6 Estimación Riesgo País ($R_{país}$)	50
Tabla 3. 7 Estimación Costo Patrimonial (k_e)	52
Tabla 3. 8 Estimación de WACC	53
Tabla 3. 9 Estimación de Gastos de Liquidación (GL)	54
Tabla 3. 10 Estimación de Valor Terminal	54
Tabla 3. 11 Estimación del Valor de la Empresa	54
Tabla 3. 12 Análisis de Escenarios	55
Tabla 3. 13 Valor de la Empresa Ponderado	55
Tabla 4. 1 Estimación del Good Will	57
Tabla 4. 2 Beneficio Diferencial de la Marca	58
Tabla 4. 3 Fortaleza de la Marca PLP	61
Tabla 4. 4 Valor de la Marca PLP según Interbrand	61
Tabla 4. 5 Valor de la Marca PLP según Damodaran	63
Tabla 4. 6 Participación de la Marca en la Valoración	64

1. INTRODUCCIÓN

1.1. ANTECEDENTES

La marca como concepto es aquello que identifica a un producto o servicio que se ofrece en el mercado, tiene un valor por sí misma en vista de que es el elemento clave para diferenciarse de los competidores y posicionarse en la mente de los consumidores. PriceWaterhouseCoopers (2011) hace referencia al publicista estadounidense Anthony Weir quien dijo: "Se puede cambiar la fórmula de un producto, su color, su empaque, su precio y posicionamiento, pero no se puede cambiar su nombre sin comenzar de nuevo". Con esta descripción se logra comprender que la marca tiene una gran importancia en el mundo empresarial debido a que está muy relacionada con el campo de acción de las empresas y los negocios que éstas quieran emprender. Es así que una de las principales causas de que las compañías tengan una buena participación de mercado, que a su vez se refleja en un mayor nivel de ventas y/o utilidades, es sin lugar a dudas la percepción o preferencia de los consumidores hacia un determinado producto que identifican, recuerdan y elijen ante productos similares de otros competidores, a esto se denomina el poder o posicionamiento de la marca.

Sin embargo, lograr el posicionamiento de la marca en la mente de los consumidores no es tarea fácil. Klein (2000) menciona al presidente de John Hancock Mutual Life Insurance, David D'Alessandro, quien acertadamente indica: "Construir una buena marca puede llevar 30 años; destruirla apenas 30 días". Así como cuando se elabora un producto se necesita de varios insumos, de la misma manera para conseguir que los clientes identifiquen una marca se requiere de varios factores tales como experiencia, creatividad y mejoramiento continuo para conocer cuáles son las expectativas del consumidor y la percepción que tienen sobre los atributos del producto; aquello equivale a una inversión realizada por la empresa a través del tiempo que será determinante en el momento de que los dueños del negocio decidan vender o franquiciar su marca.

Al respecto, Cabezas (2013) menciona que: "Para comprar una marca, para aportarla como activo a una compañía que se está creando, para determinar el valor de las franquicias que se van a otorgar a terceros, para comprar la totalidad de un negocio, para poder entregar el usufructo de la marca en garantía, para poder preñar la misma, para poder reclamar la indemnización por los perjuicios que terceros ocasionen del mal o no

autorizado uso que realicen de la misma, debe necesariamente determinarse el valor de la marca”. Se ve entonces bajo los argumentos mencionados la importancia de determinar el valor de la marca en cada empresa y cómo el hacerlo puede contribuir a cubrir múltiples necesidades que los empresarios pudiesen afrontar en diferentes circunstancias.

Pero, ¿Cómo se determina el valor de una marca? ¿Es el valor de la marca igual al valor de la empresa? En el entorno académico y empresarial se han propuesto múltiples estrategias o modelos para tratar de determinar el valor que las marcas representan en los negocios. Esto ha permitido desarrollar teorías y experimentos empíricos para establecer el valor más justo, razonable y objetivo para las marcas. Para Fernández (2013) el valor de la marca está implícito o es parte del valor de la empresa. La dificultad radica en establecer cuánto aporta la comercialización de los productos y cuál es la contribución de la marca al valor integral.

Estudios realizados sobre la valoración de marcas e intangibles (Salinas, 2009; García, 2000; Fernández, 2013; Cabezas, 2013), muestran que existen algunos métodos que permiten estimar el valor de una marca desde una perspectiva financiera. Estos métodos pueden agruparse en: métodos basados en el valor de mercado de la empresa, métodos basados en el costo, métodos basados en el potencial de beneficios futuros, métodos comparativos de mercado y métodos híbridos. No obstante, hay que tener en cuenta que cada modelo presenta ciertas dificultades al momento de su aplicación por lo cual demanda de suposiciones esenciales basadas en la percepción subjetiva del evaluador que permitan ajustar la valoración, de una mejor manera a la realidad del mercado en que se desarrolla dicha marca.

Estos investigadores mencionan en común a los estudios de valoración de marca efectuados por Interbrand y Damodaran. Interbrand es una de las principales consultoras de marca y autora del ranking anual The Best Global Brand. Esta consultora, en conjunto con la Escuela de Negocios de Londres desarrolló y perfeccionó el método de utilización económica para valorar marcas descrito por Murphy (1992). El método utilizado por esta consultora es una fórmula que examina las marcas a través de la óptica de la fortaleza financiera, la importancia en los motivos de compra del consumidor y la probabilidad futura de ingresos procedentes de la marca. Esta metodología se convirtió en la primera en el mundo en obtener Certificación ISO 10668:2010 para la valoración de las marcas, reconocimiento otorgado por la International Organization for Standardization.

Según el Ranking 2014 de las 100 mejores marcas del mundo realizado por Interbrand, Apple es la marca número uno con un valor de \$ 118,863 millones, seguida por Google con un valor de \$ 107,439 millones. Por su parte, Coca Cola se ubica en el tercer lugar al valer su marca \$ 81,563 millones. En el cuarto y quinto lugar se encuentran IBM y Microsoft cuyas marcas valen \$ 72,244 y \$ 61,154 millones, respectivamente.

Por su parte, el método de Damodaran consiste en la valoración de la marca a partir de la diferencia en los ratios capitalización sobre ventas, que se basa en la comparación entre un producto de marca y otro sin marca. Este método es aplicado por Damodaran (2002) en las diferentes valoraciones de marca realizadas tales como Kellogg y Coca Cola.

Revista Vistazo anualmente publica las **100 Marcas Top of Mind** en Ecuador, durante los años 2012 - 2015 se han mantenido como las más recordadas las marcas extranjeras Nike, Coca Cola, Sony, Adidas, Yanbal, LG, Nestlé, Samsung, Chevrolet y Claro; y no se hace referencia a ninguna marca ecuatoriana dentro de las diez mejores. Al respecto, Arboleda (2014) plantea las siguientes interrogantes: *¿las multinacionales tienen una mayor inversión en lo que respecta a investigación de mercado?, ¿existe un mayor presupuesto para la publicidad o activaciones BTL?, ¿la empresa ecuatoriana tiene algún interés por su marca?* Probablemente los empresarios no cuenten con mucha información sobre los beneficios que puede generar a las empresas el conocer el valor de sus marcas y con ello limitan el poder de negociación con sus clientes; pero principalmente el bajo interés de parte de los empresarios podría estar enmarcado en tres factores:

- 1.- Que las empresas no ven necesaria la valoración marcaria debido a que no es requisito fundamental en sus operaciones de financiamiento u obligaciones con los diferentes organismos de control y de crédito.
- 2.- Que el mercado de franquicias y concesiones de marcas nacionales no está desarrollado o es inexistente, donde el objetivo de fijar una cuota sería primordial, con lo que el potencial de la marca se necesitaría como determinante del nivel de precios a cobrar
- 3.- Finalmente porque en Ecuador no existe la suficiente oferta de instituciones y/o profesionales capacitados para realizar valoraciones marcarias con argumentos técnicos, metodológicos y empíricos para promover entre las empresas de los múltiples mercados o industrias los diferentes beneficios que conlleva saber el nivel o valor que tiene su marca en el mercado que se desempeña.

Así es el caso de la compañía Camposantos Panteones Los Paraísos que no está alejada de la realidad descrita en los párrafos anteriores y que por tanto se vuelve motivo de análisis para el presente trabajo.

1.2. DEFINICIÓN DEL PROBLEMA

Camposantos Panteones Los Paraísos (PLP) es una empresa que cuenta con 20 años de experiencia en el mercado ecuatoriano ofreciendo productos y servicios exequiales. Esta empresa mantiene presencia en tres provincias de la Región Costa con varias compañías asociadas a un mismo grupo económico bajo la misma marca, que se caracterizan por poseer una imagen de cementerios modernos alineados con la belleza natural que se refleja en sus panteones.

Durante los últimos años, PLP ha presentado la necesidad de valorar sus acciones, razón por la cual la compañía ha recurrido a estudios de valoración buscando asesoramiento en el medio local y/o externo. Dichos estudios se han basado en la determinación del valor de las acciones de ciertos camposantos del grupo y de la valoración integral del negocio; sin embargo, no se ha realizado una valoración de la marca PLP, es decir que los accionistas desconocen cuánto vale el intangible de lo que representa el nombre comercial y cuál es su contribución en la rentabilidad del negocio.

Hasta la actualidad el crecimiento del negocio de PLP se ha dado a través de la expansión de capital, esto es con nuevas acciones y/o socios, sin haber considerado la posibilidad de gestionar la venta del intangible a nuevos mercados tanto locales como del exterior (franquicias), perdiendo de esta manera oportunidades de negocios al no explotar el potencial de su marca de manera eficiente.

1.3. OBJETIVOS

1.3.1. Objetivo General

Determinar el aporte del valor de la marca en el valor de la empresa PLP, empleando los métodos de valoración marcaria de Interbrand y Damodaran.

1.3.2. Objetivos Específicos

1. Realizar la valoración del grupo económico PLP, empleando la metodología del Free Cash Flow.
2. Identificar los parámetros que influyen en el valor de la marca PLP, según los lineamientos de las metodologías utilizadas por Interbrand y Damodaran.
3. Aplicar los métodos de valoración de Interbrand y Damodaran a la marca PLP.

1.4. JUSTIFICACIÓN

En este trabajo se aplicarán las metodologías de valoración de marcas utilizadas por Interbrand y Damodaran en la empresa Panteones Los Paraísos (PLP), contribuyendo de esta manera principalmente a los accionistas de la compañía en análisis, quienes conocerán el aporte de su marca en los beneficios obtenidos y además promueve a que compañías de la misma u otra industria sientan la necesidad de aplicar metodologías para conocer el valor de sus marcas, lo cual a su vez les permitirá obtener nuevas y mejores oportunidades de negocios como las ya mencionadas.

No obstante, hay que tener presente que los métodos a utilizar serán ajustados a las condiciones en que se desarrolla la empresa, tales como entorno económico y mercado específico. Como bien menciona Macías (2012) “El hecho de que muchos de los métodos de valoración de marcas sean protegidos por las consultoras internacionales no debe impedir que las empresas u otros consultores de marketing y finanzas puedan llevar a cabo esta tarea... Es cuestión de aplicar creativamente las herramientas de investigación de mercado y de valoración financieras para cumplir con este desafío”.

1.5. ALCANCE DE ESTUDIO

La investigación a realizar tendrá un enfoque cuantitativo, con un diseño no experimental, longitudinal-evolutivo de tendencia, en el cual se analizarán los ejercicios económicos del periodo 2012-2014. Esta investigación comprenderá dos fases para alcanzar los objetivos específicos.

Fase 1. Exploratoria: Se usará fuentes secundarias tales como informes de valoraciones internas, estados financieros históricos, bases de datos de clientes, bases de datos de mercado; para alcanzar una comprensión integral del negocio a valorar.

Fase 2. Descriptiva: Involucra la realización de dos etapas apoyados con varios software para el análisis de los datos, tales como: SPSS, Excel, entre otros.

2. REVISIÓN DE LA LITERATURA

2.1. DEFINICIÓN DE VALORACIÓN DE EMPRESAS Y MARCAS

La valoración consiste en tratar de asignar valor a las cosas, es decir determinar el nivel de utilidad que obtendrá el usuario o propietario del bien. Al referirnos a Valor, es importante no confundir este concepto con el de Precio, si bien son dos palabras que parecen similares, su definición es diferente. El Valor viene dado por el beneficio que cada inversor percibe de ese bien, por tanto el valor es subjetivo dado que no todos los individuos tienen el mismo conocimiento o interés sobre un activo, mientras que el Precio se refiere al monto de venta materializado en un intercambio, es decir representa el importe acordado entre comprador y vendedor para el intercambio del bien o servicio. Pero para determinar el precio es necesario realizar previamente una valoración, en el caso de una empresa sería cuantificar de la manera más moderada o razonable, la capacidad de la compañía para generar flujos futuros. Para la valoración de empresas existen numerosos métodos elaborados por importantes economistas como Damodaran, Fernández, Black & Scholes, Modigliani & Miller, entre otros.

Por otro lado, las marcas son los signos, figuras o símbolos distintivos de los negocios, las cuales identifican o relacionan a un producto o servicio con el proveedor o productor referente en la mente de los consumidores, reconocidos por la calidad y características específicas, nacen de la creatividad de las personas que buscan el reconocimiento de sus productos, es decir, son una manifestación del intelecto de los individuos, y llegan a formar parte del patrimonio de una persona, sea esta natural o jurídica, y que a pesar de no ser una cosa física o material, son percibidas por los individuos y generan beneficios por su capacidad de diferenciación ante sus competidores, de aquí deriva el considerar a la marca como un bien, pero al no tener sustancia física toma el nombre de intangible.

Sin embargo, existen cientos de marcas para cada uno de los mercados con diferentes niveles de aceptación entre los consumidores, dando como resultado que cada marca dentro de su mercado específico tenga un peso relativo mayor, similar o inferior al de sus competidores. En el mundo capitalista las marcas desempeñan un rol de suma significancia y es fundamental conocer la cuantificación o valoración que tiene cada marca para afrontar las diferentes transacciones que se derivan en los mercados financieros

entorno al intangible, estas transacciones tienen mayor influencia en los mercados desarrollados o considerados de élite a nivel internacional.

Cabezas (2013) menciona al respecto: “Para vender una marca, comprar una empresa, aportar una marca al capital de una compañía, otorgar franquicias, determinar las indemnizaciones de daños y perjuicios, entre otras actividades, necesariamente debemos partir de la base de que la marca como tal tiene un valor en el mercado. Sin olvidar, que hoy por hoy, las marcas representan un activo para las empresas más valioso muchas veces que todo su caudal de bienes corporales, y que día a día alcanzan una importancia superior”.

El desarrollo de modelos y alternativas para valoración de marcas y de intangibles en general es palpable; ya que existen varios modelos o metodologías empíricas y/o académicas que describen como se debe evaluar o valorar este tipo de bienes. Es importante mencionar y reconocer que muchos de los métodos de valoración de marcas tienen su fundamento o se basan en los modelos de valoración de empresa; existen algunos que definen a la marca como el propio valor de la empresa, mientras que otros a partir del valor de la empresa derivan en el valor de la marca; es decir; mientras que algunos métodos son basados en los argumentos o fundamentos de valoración de empresas, ya sean estos contables o financieros, otros métodos son más orientados al análisis descriptivo o cualitativo de la percepción de los consumidores y del mercado en general respecto a la marca que se está valorando.

La combinación de los métodos antes mencionados, dan como resultados los modelos utilizados con mayor frecuencia en la práctica para identificar el valor más real atribuible a la marca en análisis. Así también es necesario mencionar que el método que finalmente se aplique para valorar una marca en particular será aquel que más se ajuste al mercado en que se desempeña, y en otras ocasiones sujeto también a las limitaciones o restricciones que presentan los mercados, así como las limitaciones o críticas de los propios métodos de valoración marcaría.

A continuación se describe los principales modelos de valoración de empresa y de marca así como la metodología para su aplicación.

2.2. MODELOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS

En la publicación de bases conceptuales y aplicaciones prácticas de la Asociación Cataluña de Contabilidad y Dirección ACCID (2009); Fabregat, Jordi clasifica los métodos de valoración de la siguiente manera:

- a) **Estáticos:** Son métodos que se basan en el balance. La metodología que se aplica en este tipo de métodos es la valoración de cada activo a valor de mercado y posteriormente se disminuye este valor por el coste de las deudas de la empresa y algún otro ajuste adicional, en caso de ser necesario, por ejemplo impuestos ocasionados por la diferencia entre el valor de mercado y el valor en libros.
- b) **Dinámicos:** A diferencia de los métodos estáticos, los métodos dinámicos consideran la empresa en movimiento, es decir se toma en cuenta los retornos o flujos futuros de la empresa descontados a valor de hoy.
- c) **Compuestos:** También conocidos como métodos mixtos, dado que es una combinación de los métodos estáticos y dinámicos. Se parte del balance actual de la compañía y se le agrega un plus adicional en relación con los beneficios futuros.
- d) **Múltiplos:** El objetivo de la valoración por múltiplos es encontrar la relación entre el valor del negocio y con otra variable (ratios) extrapolar los resultados del negocio a otras empresas similares.

Por su parte, Fernández (2008) menciona que los métodos de valoración de empresas se pueden clasificar en seis grupos:

Tabla 2. 1 Principales Métodos de Valoración

Balance	Cuenta de Resultados	Mixtos (Goodwill)	Descuento de flujos	Creación de valor	Opciones
Valor contable	Múltiplos de:	Clásico	Free cash flow	EVA	Black & Scholes
Valor contable ajustado	PER	Unión de expertos	Cash flow acciones	Beneficio económico	Opción de invertir
Valor de liquidación	Ventas	contables europeos	Dividendos	Cash value added	Ampliar el proyecto
Valor sustancial	P/ EBITDA	Renta abreviada	Capital Cash flow	CFROI	Aplazar la inversión
	Otros múltiplos	Otros	APV		Usos alternativos

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

La metodología de valoración de empresas más estándar y teóricamente más utilizada en economías con escasa información es la de “flujos de cajas descontados” en

vista de que consideran los flujos y rentabilidad que la empresa puede generar en el futuro, a diferencia de los métodos estáticos que corresponden a métodos tradicionales que están en desuso. El método consiste en traer a valor presente los flujos de caja futuros de la compañía en análisis. Los otros métodos de valuación suelen ser menos utilizados porque presentan una mayor complejidad en su aplicación y son utilizados en economías con información disponible.

2.2.1. Métodos Basados en el Descuento de Flujos de Caja Futuros

De acuerdo con Fernández (2008), los métodos de descuento de flujos están basados en un pronóstico detallado, para cada período, de cada una de las partidas financieras directamente relacionadas con la generación de cash flow operativos de la empresa, tales como, el cobro de ventas, pagos de mano de obra, de materias primas, gastos administrativos y de ventas, pago de créditos, entre otros.

$$\text{Ecuación 2.1} \quad \text{Valor de la empresa} = \sum_j \left[\frac{FF_j}{(1+k)^j} \right] + \left(\frac{\text{Valor Terminal}}{(1+k)^j} \right)$$

Donde:

FFj = Flujo de fondos libres de la empresa

k = Tasa de descuento

j = Cantidad de flujo de fondos (horizonte de proyección)

Los pasos para la aplicación de este método según Ribeiro (2010) son:

1) Establecer el horizonte de proyección

Para efectuar las proyecciones financieras se debe primero estimar el plazo de la proyección, esto es decidir el período para el cual se va a realizar la proyección, el mismo que se puede dividir en:

- a) **Período de ventaja competitiva.-** Es el período en el cual se considera que la empresa puede mantener ventajas competitivas, es decir el período en el que la tasa de rentabilidad sobre el capital invertido es mayor al costo promedio ponderado de capital.

- b) **Período de convergencia.-** En este período la tasa de rendimiento sobre el capital invertido comienza a disminuir hasta igualar al costo promedio ponderado de capital debido a la incorporación de nuevos competidores al mercado.
- c) **Período para el valor residual.-** Es el período a partir del cual ya no se realizan proyecciones financieras.

Para establecer el plazo de la proyección, existen diversos criterios tanto teóricos como prácticos. Los criterios teóricos se basan en la vida útil del activo más importante del negocio, en la maduración de la empresa y en el plazo de los retornos sobrenormales. Por su parte, los criterios prácticos se basan en la posibilidad de estimación, es decir el periodo durante el cual el analista considera que se puede obtener proyecciones financieras razonables; y en la relevancia del valor terminal según el cual el valor terminal de la empresa representa un porcentaje bajo en el valor de la empresa.

2) **Proyección de flujos de fondos libres**

Existen distintos tipos de flujos de fondos útiles para la valoración, a continuación se exponen los dos principales: el flujo de caja libre para la empresa y el flujo de caja libre para los accionistas.

a) **Flujo de caja libre para la empresa.-** Mide la capacidad de la compañía para generar flujos de fondos de manera independiente de la estructura de financiación. Es decir, el dinero disponible después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y las necesidades operativas de fondos, asumiendo que no hay cargas financieras (Fernández, 2008).

b) **Flujo de caja libre para los accionistas.-** Corresponde al flujo de efectivo generado por el negocio y que queda disponible para retribuir a los accionistas, una vez que se han cubierto todos los requerimientos de financiación interna de capital de trabajo y se ha cancelado el capital e intereses a los acreedores financieros. Con la aplicación de este método se obtiene el valor de las acciones de la empresa y para determinar el valor de la empresa se debe sumar al valor de

las acciones, el valor de la deuda actual. Cuando una empresa no tiene deudas, el valor del cash flow disponible para los accionistas es igual al free cash flow.

3) Determinar el valor terminal al final del período de proyección

Las principales alternativas para el cálculo del valor terminal son:

a) **Base de liquidación:** se asume la liquidación total de la empresa, lo que implica estimar el valor de liquidación de los activos y pasivos proyectados al final del período de proyección.

$$\text{Ecuación 2.2} \quad VT_n = VLA_n - VLP_n - PC_n$$

Donde:

VLA_n = Valor de liquidación de los activos de la empresa al final del año n

VLP_n = Valor de liquidación de los pasivos de la empresa al final del año n

PC_n = Gastos de liquidación al final del año n

n = Último período de proyección

b) **Base de continuidad:** se asume que el negocio permanecerá por un período indefinido de tiempo mediante la aplicación de la fórmula de Gordon. Se toma como base el flujo de fondos del último año proyectado y se calcula el valor actual de una serie infinita de fondos que crecen a una tasa constante.

$$\text{Ecuación 2.3} \quad VT_n = FF_n \times \frac{(1+g_t)}{k-g_t}$$

Donde:

FF = Flujo de fondos libres

k = Tasa de descuento

g = Tasa de crecimiento en perpetuidad

n = Último período proyectado.

4) Calcular la tasa de descuento

Existen diversos modelos de determinación del precio de los activos de capital para la estimación de la rentabilidad exigida por los accionistas, entre los que destaca el Capital Asset Pricing Model (CAPM). De acuerdo con el CAPM, la rentabilidad total y esperada por los accionistas están directamente relacionadas con el nivel de riesgo de un activo y se obtiene mediante la siguiente fórmula:

$$\text{Ecuación 2.4} \quad E(r) = R_f + \beta[R_m - R_f]$$

Sin embargo, en los países emergentes se presentan ciertas dificultades para el cálculo de la tasa de descuento a través del modelo del CAPM, tales como la información limitada, escasa actividad en los mercados, imperfecciones, falta de transparencia, entre otros, por lo que suele usar un modelo de CAPM modificado.

$$\text{Ecuación 2.5} \quad E(r) = R_f + \beta[R_m - R_f] + R_s + R_{país}$$

Donde

$E(r)$ = Tasa de descuento.

R_f = Tasa libre de riesgo, generalmente de un bono del tesoro a largo plazo de EEUU.

β = Beta de una inversión similar en un país desarrollado.

R_m = Rendimiento esperado de la cartera de mercado.

R_s = Prima por riesgo de tamaño.

$R_{país}$ = Prima por riesgo país.

Otras alternativas para el cálculo de la tasa de descuento son (Ribeiro, 2010):

- a) Estimar la tasa de descuento a partir de la tasa de retorno exigida para inversiones en empresas comparables.
- b) Obtener la opinión de inversionistas del mismo sector y en función de ello, determinar la tasa de descuento mediante una medida estadística.
- c) Establecer factores de riesgo que afecten directamente a la tasa del costo de capital y ponderar en base a la importancia relativa de cada factor.
- d) Considerar la rentabilidad histórica obtenida por los tenedores de las acciones de la compañía u otras empresas del sector. No obstante, este método se podría aplicar únicamente si la empresa cotiza sus acciones en bolsa.

5) Descontar los flujos estimados y de valor terminal

Se calcula el valor actual de los flujos de caja esperados descontándolos a la tasa de descuento estimada. Se debe considerar que si los flujos descontados corresponden a los flujos de fondos libres para los accionistas hay que sumar el valor de mercado de la deuda para obtener el valor de la empresa.

2.2.2. Modelo APV (Adjusted present value)

El valor de la empresa mediante el enfoque APV se obtiene a partir de la suma de dos componentes. El primero corresponde al valor actual de los flujos operativos desapalancados de la empresa asumiendo que ésta se financia únicamente con recursos propios, el segundo componente es el valor actual de los ahorros fiscales de intereses por el uso de financiamiento de terceros.

Ecuación 2.6

$$\text{Valor de la empresa} = \left(\begin{array}{l} \text{Valor de los EFCF} \\ \text{desapalancados} \\ \text{del período de} \\ \text{planificación} \end{array} + \begin{array}{l} \text{Valor de los ahorros} \\ \text{fiscales de intereses} \\ \text{del período de} \\ \text{planificación} \end{array} \right) + \left(\begin{array}{l} \text{Valor actual del} \\ \text{valor terminal} \\ \text{estimado} \end{array} \right)$$

La premisa básica de este modelo es que financiar la deuda proporciona un beneficio fiscal por la desgravación de los intereses, permitiendo conocer de qué manera influye la forma de financiación en el valor de la empresa. Por esta razón, este método es recomendado cuando se espera que la estructura de capital de la compañía cambie a través del tiempo (Titman & Martin, 2009).

2.3. MODELOS DE VALORACIÓN DE MARCA

Cabezas (2013), describe los siguientes métodos para la valoración de marcas:

2.3.1. Método de los Costos Históricos

Para determinar el valor de la marca mediante este método, se utilizan los gastos anteriores en los que se ha incurrido en y para la marca, considerando los costos para crear la marca y para mantenerla.

La crítica: Este método de valoración tiene la inconsistencia de que no refleja el valor actual de la marca dado que no considera la calidad del producto ni el resultado

obtenido, porque solamente se fija en la cantidad gastada. García (2000), menciona al respecto que “entre sus principales inconvenientes están: definir los costos en marcas antiguas y sólo considerar la cantidad nominal de las inversiones y no la calidad de las mismas”.

2.3.2. Métodos de los Costos Actuales o de Reposición

Este método considera que el valor de la marca es equivalente al valor de todos los gastos en los que se debe incurrir para construir una marca en el mercado, de igual valor e impacto en un período determinado, es decir, se proyectan los gastos necesarios a incurrir en los siguientes n periodos para alcanzar u obtener una marca posicionada con el mismo impacto de una ya existente en el mercado. Luego de tener esos flujos proyectados se los descontará a la tasa de corte predefinida.

La crítica: Aun cuando es posible determinar el valor actual de la marca en el mercado, no es posible determinar la rentabilidad futura que generará dicho intangible, mediante la aplicación este método, es decir, sólo se está valorando la inversión necesaria para alcanzar una marca posicionada, pero se deja de lado valorar los beneficios futuros que esa marca generará una vez posicionada. García (2000), menciona al respecto que “este método presenta problemas para calcular razonablemente los costos de sustitución, no informa sobre el valor por uso de la marca en productos actuales, y es sólo aplicable en momento de lanzamiento.

2.3.3. Métodos de las Proyecciones o Rentabilidad Futura

Determinar el valor de la marca mediante proyección es lo más real y cercano al verdadero valor de la marca. La aplicación de este método consiste en extrapolar las utilidades actuales a precios corrientes, es decir, calcular la rentabilidad futura o el flujo de caja que generará la marca.

La crítica: Este método se acerca al verdadero valor que tiene la empresa, sin embargo no prevé cambios futuros en el mercado que afecten a la valoración de la marca, por otro lado, es posible que el flujo proyectado no incluya solamente la capacidad que tiene la marca de generarlos, sino que también se incluya la capacidad que tiene la empresa de administrar el negocio, el prestigio de los gerentes, los canales y sistemas de distribución, entre otros; esto podría llevar a una sobrevaloración de la marca.

2.3.4. Métodos de Valorar Intangibles Vs Valor de la Empresa

Este método se basa en determinar el valor real de las acciones, mediante su cotización en el mercado bursátil, para encontrar el verdadero valor del patrimonio, y luego determinar el valor de la empresa. Al valor de la empresa se le restan los activos tangibles, y se obtiene el Valor de los Intangibles; que de no poseer ninguno necesariamente será el valor de la marca.

La crítica: Para la aplicación de este método es indispensable que la empresa tenga sus acciones inscritas en una Bolsa de Valores. También si la empresa cuenta con más de un intangible, el valor que se obtiene corresponde al valor de todos los intangibles por lo que se debe realizar una posterior división de ese valor que dependerá de la participación que cada intangible ha tenido en el mercado para beneficio de la compañía.

2.3.5. Valor de Mercado Vs Valor Contable

Con una similitud de conceptos al anterior método, diferenciándose en que en este método al verdadero valor del patrimonio se le resta el valor contable; y se asume en ausencia de otros intangibles que dicha diferencia es el valor de la marca.

La crítica: El valor resultante de deducir el valor contable de las acciones del valor del mercado no necesariamente establece el valor de una marca, pues pueden existir otros valores que deban ser restados y que no precisamente figuraban en el valor contable de la empresa.

2.3.6. Valor de Mercado - Valor Contable - Capital intelectual

Es similar al método anterior, pero considera que también se debe restar la capacidad de gestión del equipo directivo, es decir, el valor del capital intelectual.

La crítica: Esto no es del todo correcto o preciso, a pesar de estar más acercado a la realidad, porque el capital humano le da un plus a la empresa, pero no necesariamente a la marca. Además, este método implicaría el desarrollo de una metodología adicional para valorar el capital intelectual, dificultando su implementación.

2.3.7. Método de Comparación de Empresas

Se comparan las empresas análogas que se dedican a la misma actividad empresarial, con la particularidad de que una de ellas expende sus productos con marca y

la otra no, se determina el valor de la empresa de ambas compañías y la diferencia equivale al valor de la marca de la empresa que la posee.

La crítica: Este método tampoco resulta ser 100% confiable, pues puede ocurrir que una de estas empresas tengan muchos más activos tangibles y que se altere la realidad del valor obtenido como cuantificación de la marca, y que se debe aplicar una especie de ponderación entre las empresas ya que no necesariamente las dos empresas en análisis son exactamente iguales en tamaño, o dicho de otra forma; que la única diferencia de las dos empresas es la marca y que por ende el impacto generado en los consumidores sea el único factor de distinción.

2.3.8. Métodos de Valoración en Base a la Posición en el Mercado

Para determinar el valor de la marca es necesario identificar y cuantificar tres factores fundamentales:

- 1) Participación de la Marca en el Mercado
- 2) Grado de Divulgación
- 3) Posición Competitiva Empresarial

Esto se lo consigue mediante un estudio a los consumidores que permita conocer cuáles son las particularidades por las que se sienten ligados con la marca, y cuánto estarían dispuestos a pagar por los atributos y los caracteres más rescatables del bien o servicio marcado, con ello se obtiene la información necesaria para la aplicación este método.

La crítica: Aunque los datos de mercado son valiosos, es muy poco lo que aportan por sí solos para calcular el valor financiero de una marca, dado que no consideran los ingresos o beneficios futuros provenientes de la marca sino únicamente su posición actual.

2.3.9. Método de Valoración de Interbrand

Interbrand, compañía consultora de marca, ha diseñado un método de valoración a partir del método más frecuente para valorar negocios, el cual consiste en la actualización de los flujos de fondos que la empresa va a generar en el futuro mediante la aplicación de una tasa de descuento. Obteniendo así el valor de la marca en el mercado a partir de la

determinación de los beneficios anticipados que provienen de la explotación del intangible, descontándolos a la tasa que comprende el riesgo de la marca.

No obstante, este método debe ser realizado a través de tres análisis correlacionados: Análisis Financiero (EVA), Análisis de Mercado (ROL), Análisis de la Fortaleza de la marca (FACTORES).

- 1) **Análisis Financiero.-** Los beneficios de la marca son parte de los beneficios de la operación total; por lo que es necesario dividir o separar las ganancias atribuibles a la marca de las ganancias totales. Por este motivo se calcula un E.V.A. (Economic Value Added) que corresponde a las ganancias derivadas por la operación del negocio.

Ecuación 2.7

$$EVA = Utilidad Operacional Neta - Costo del Capital Operacional$$

- 2) **Análisis de Mercado.-** El objetivo es determinar el papel o ROL de la marca en el mercado, es decir, conocer como la marca influye en los consumidores al momento de comprar; por medio de estudios de mercados cuantitativos y cualitativos se puede establecer la influencia de la marca en el proceso de compra.
- 3) **Análisis de la Fortaleza.-** Los FACTORES o atributos de la marca, los cuales definen su fortaleza y deben ser considerados para efectuar una ponderación y así obtener un resultado más real son:
 - a) Liderazgo.- Una marca líder posee mayor estabilidad y tiene más valor que otra con una cuota de mercado inferior.
 - b) Estabilidad.- Las marcas establecidas con mayor antigüedad obtienen altas puntuaciones para este factor.
 - c) Mercado.- Puntuará más una marca en un mercado más estable y con altas barreras de entrada.
 - d) Internacionalidad.- Marcas que aparecen operando en mercados internacionales tienen más valor que marcas nacionales o regionales; así mismo marcas nacionales o regionales tienen más valor que las marcas situadas en localidades específicas.

- e) Trayectoria.- La tendencia que poseen las marcas hacia la actualización constante y de relevancia para los consumidores incrementa su valor.
- f) Apoyo.- Las inversiones o apoyo que ha recibido una marca le genera mayor valor que aquella que no lo ha recibido.
- g) Protección Legal.- La amplitud de la protección y la robustez, es un factor crítico para su valoración.

Para dar una puntuación a cada factor de fortaleza que posee la marca es necesario un estudio profundo de la marca, de su posicionamiento en los mercados que opera, de las actividades del pasado, planes futuros, de los riesgos que posee la marca, entre otros.

Finalmente el Valor de la marca según Interbrand se construye de la siguiente forma:

Ecuación 2.8 $Valor\ de\ la\ marca = B_j * M_j$

Donde:

B_j = Rentabilidad media de la marca calculada a partir de los beneficios netos de los tres últimos años.

M_j = Múltiplo de los beneficios de la Marca, en función de la fortaleza de la marca.

Algunos de los beneficios de utilizar el método de Interbrand son:

- a) Se pueden valorar indistintamente marcas adquiridas o desarrolladas internamente.
- b) Permite hacer estudios comparativos entre empresas y entre marcas.
- c) El valor resultante de la marca puede ser comparado directamente con el valor de la empresa.
- d) Puede pasar a formar parte de la contabilidad financiera de las empresas, si así lo permiten las normas contables.
- e) Permite la revalorización periódica, lo que permite que la empresa tenga un adecuado control de la gestión del intangible.

La crítica: Uno de los inconvenientes en la aplicación de este método de valoración es la subjetividad en la determinación de la fortaleza de la marca, lo cual pueda diferir entre una valoración u otra tan sólo por apreciaciones diferentes.

Fernández (2013) menciona dos métodos adicionales de valoración marcaria:

2.3.10. Free Cash Flow

La marca se valora determinando el valor actual de los flujos de caja libres de la empresa menos los activos utilizados por la rentabilidad exigida. Este método es utilizado por la compañía Houlihan Valuation Advisors e incluye el cálculo del valor terminal utilizando el Modelo de Gordon.

2.3.11. Ratios de Capitalización sobre Ventas (Damodaran)

Según este método el valor de la marca se mide por el valor que agrega una empresa al poder cobrar más por un producto o servicio, en comparación con una empresa sin marca (Prima de Precio). Lo ideal sería poder encontrar esa prima del precio que se paga como la diferencia entre los ratios de capitalización de una empresa con marca vs una empresa genérica, y multiplicarla por la unidades que se venderán en el futuro, luego descontarlas a una tasa de rentabilidad para encontrar el valor presente de esos flujos y así determinar el valor agregado que genera la marca.

El ratio valor / ventas corresponde a la relación del valor de mercado de la empresa sobre las ventas. Entonces el valor de la empresa puede ser escrito como una función del margen operativo después de impuestos = $(EBIT (1 - t)) / Ventas$

Ecuación 2.9

$$\frac{E + D}{V} = \left(\frac{NOPAT}{V} - \frac{AF + NOF}{V} g \right) \frac{(1 + g)}{WACC - g} \left[1 - \left(\frac{1 + g}{1 + WACC} \right)^{n-1} \left(\frac{g - g_n}{WACC - g_n} \right) \right]$$

Donde:

E+D = Valor de la empresa

V = Ventas

g = tasa de crecimiento durante los primeros n años

g_n = crecimiento después de los n años (crecimiento estable)

NOPAT = Utilidad Operativa neta después de impuestos

AF = Activos Fijos

NOF = Necesidades Operativas de Fondos

WACC = coste medio ponderado del capital

Considerando un ratio valor de la empresa sobre ventas para una empresa con marca y otro para una empresa sin marca, se tiene que el valor de la marca es:

Ecuación 2.10

$$\text{Valor de la marca} = \left[\left(\frac{E + D}{V} \right)_{\text{marca}} - \left(\frac{E + D}{V} \right)_{\text{genérico}} \right] \text{Ventas}$$

Sustituyendo las ventas en monto por ventas en unidades, queda la siguiente expresión:

$$\text{Valor de la marca} = \left(\frac{V_{\text{marca}}}{\text{UNIDADES}_{\text{marca}}} - \frac{V_{\text{genérico}}}{\text{UNIDADES}_{\text{genérico}}} \right) * \text{UNIDADES}_{\text{marca}}$$

Donde

$$\text{PRIMA DE PRECIO} = \frac{V_{\text{marca}}}{\text{UNIDADES}_{\text{marca}}} - \frac{V_{\text{genérico}}}{\text{UNIDADES}_{\text{genérico}}}$$

Por lo tanto,

Ecuación 2.11

$$\text{Valor de la marca} = \text{PRIMA DE PRECIO} * \text{UNIDADES}_{\text{mar}}$$

A lo largo de este capítulo se han presentado algunos de los múltiples métodos de valoración de marcas existentes y que se aplican en la práctica. Sin embargo, es conveniente y recomendable que ante la variedad de técnicas existentes, sea necesario utilizar o aplicar varias de ellas para obtener diferentes resultados que sirvan como base para establecer finalmente cuál es el valor más conveniente para adjudicar al intangible analizado.

3. ANALISIS Y VALORACIÓN FINANCIERA DE PANTEONES LOS PARAÍOS

3.1. ANÁLISIS DE DESEMPEÑO DE LA ECONOMÍA, DE LA INDUSTRIA SERVICIOS EXEQUIALES Y PANTEONES LOS PARAÍOS

3.1.1. Análisis Externo

El crecimiento de la economía mundial en el año 2014 fue del 2,6%, 0,1% más que el crecimiento del año 2013 (2,5%). Al respecto, el informe del Grupo Banco Mundial Perspectivas Económicas Mundiales (GEP) publicado en enero 2015, señala que mientras que la actividad económica en Estados Unidos y Reino Unido se vio impulsada por una mejora de los mercados laborales y una mayor flexibilidad de la política monetaria, en la zona Euro y Japón el crecimiento ha sido inestable debido a la crisis financiera persistente. Por su parte, China está pasando por una desaceleración dirigida cuidadosamente y América Latina y el Caribe presentaron un desaceleración del 0,8%. Específicamente, América del Sur se vio afectada por la desaceleración económica de la mayoría de sus socios comerciales, la caída de los precios del petróleo, las incertidumbres políticas y las restricciones de la demanda en las distintas economías.

De acuerdo a previsiones del informe bianual del Banco Mundial se espera que el crecimiento mundial aumente levemente a 3 % en 2015 y que se mantenga en promedio del 3,3 % hasta 2017. En los países con alto ingresos, la expansión podría alcanzar el 2,2%, producto de la recuperación de los mercados laborales y los bajos costos financieros. Por su parte, en las economías de desarrollo, se prevé un crecimiento del 4,8% en el 2015 conforme se vayan reduciendo las dificultades financieras presentadas en el año 2014 y se recuperen los países de ingresos altos.

Los bajos precios del petróleo beneficiarán a los países importadores del crudo pero seguirá debilitando a las economías que depende en gran medida de las exportaciones del crudo.

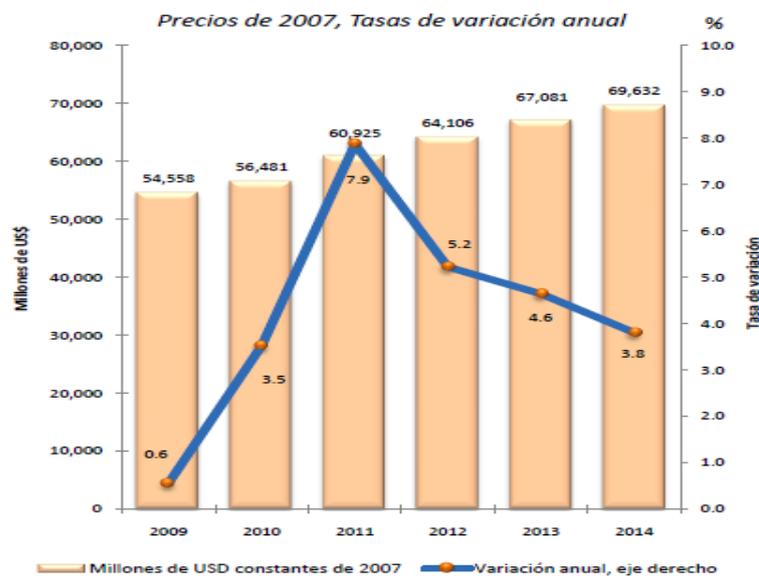
Producción Nacional

Durante el año 2014, Ecuador mantuvo una desaceleración de la economía, cerrando el año con un crecimiento del PIB del 3,8% versus el 4,6% del año 2013 y 5,2%

del año 2012, esto producto de una menor inversión y consumo privado además de un menor dinamismo del sector público.

Ecuador se ubicó dentro de los cuatro países con mayor crecimiento económico de Suramérica en el 2014, habiendo crecido más que Perú (2.8%), México (2.1%) y Chile (1.8%). El crecimiento económico anual estuvo influenciado por: el Gasto de Consumo Final de los Hogares en un 2.41%; las Exportaciones en un 1.66%; la Formación Bruta de Capital Fijo en un 1.02%; el Gasto de Consumo Final del Gobierno en un 0.5%; la Variación de Existencias en 0.08%. Las Importaciones por su parte contribuyeron al PIB con signo contrario en 1.70%.

Ilustración 3.1 Producto Interno Bruto (2009 - 2014)

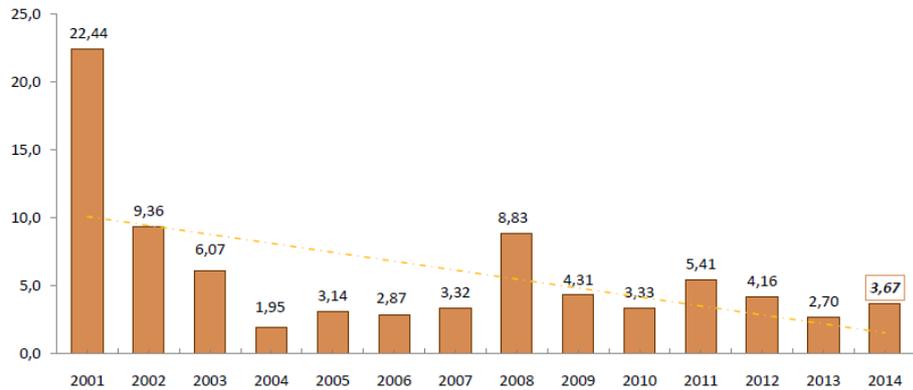


Fuente: Publicación Estadísticas Macroeconómicas - Banco Central del Ecuador

Inflación

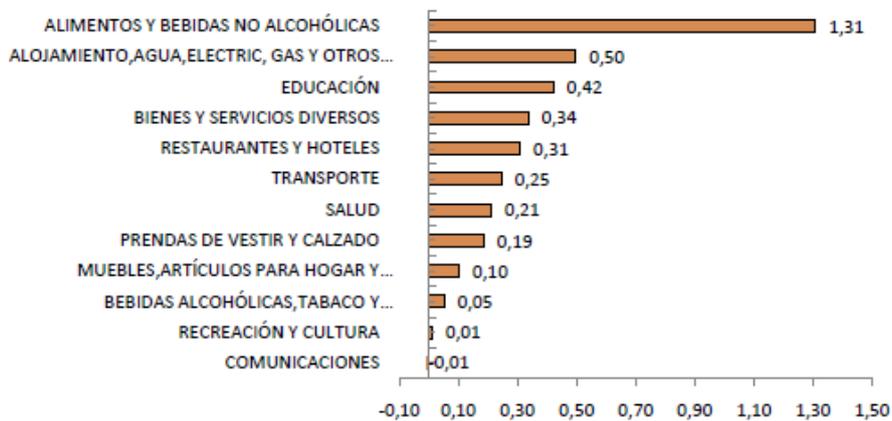
Según cifras reportadas por el BCE, la inflación anual a diciembre del 2014 fue del 3.67%, porcentaje superior al del año 2013 (2,70%). La división de Alimentos y Bebidas no Alcohólicas tuvo la mayor contribución sobre la inflación con el 1,31%, seguida de Alojamiento, agua, electricidad y gas con el 0,5% de contribución y la Educación con el 0,42%.

Ilustración 3. 2 Inflación Anual (Porcentajes, 2001 -2014)



Fuente: Reporte Mensual de Inflación - Banco Central del Ecuador

Ilustración 3. 3 Inflación por Divisiones de Consumo (Porcentajes, 2014)



Fuente: Reporte Mensual de Inflación - Banco Central del Ecuador

La canasta familiar básica aumentó su valor a 646,30 dólares, mientras que el ingreso mensual de un hogar de 4 miembros (1,6 perceptores) es de 634,67 dólares, lo implica una cobertura del 98,2% del costo total de dicha canasta.

De acuerdo a la publicación del BCE, el Índice de Precios del Productor (IPP) fue de 3,17% en el año 2014, superior al del año 2013 (2,76%). La mayor variación se registró en la sección de Agricultura, Silvicultura y Pesca (6.50%), seguida de la sección de Minerales (6.31%).

Para 2015, las autoridades económicas estiman una inflación del 3,9% y un precio promedio del petróleo de 79,7 dólares por barril a efectos del presupuesto general del Estado. La CEPAL estima un crecimiento del PIB para 2015 en torno al 3,8%.

Sector Monetario y Financiero

Al cierre del año 2014, las Reservas Internacionales registraron un saldo de 3.949,1 millones de dólares, 9,43% menos que el saldo registrado en el año 2013 (4.360,5 millones de dólares), la variación se debe principalmente a menores depósitos del Gobierno Central.

Respecto al volumen de crédito concedido por las instituciones financieras privadas del país durante el año 2014 ascendió a 2.195,0 millones de dólares, cifra que representó un crecimiento del 3,83% en comparación con el año 2013. Por su parte, los créditos otorgados por las instituciones financieras públicas ascendió a 123,9 millones de dólares, esto es 7,63% más que en el año 2013. Los créditos se destinaron principalmente a actividades productivas con una participación del 61,71% sobre el total de créditos concedidos, seguido por créditos de consumo con el 24,6% de participación, microcréditos con el 11% y vivienda con el 2,6%.

Los depósitos del sistema financiero privado, en diciembre de 2014 fue de 2.931,5 millones de dólares a una tasa pasiva efectiva (TPE) promedio de 5.23%, siendo los bancos privados los que tienen la mayor contribución al volumen de depósitos a plazo.

Respecto a las tasas de interés, en abril del 2014 el BCE modificó las tasas de interés de referencia, las mismas que se habían mantenido constantes durante los años 2012 y 2013. A partir del mes de mayo del 2014, las tasas referencias tanto activas como pasivas han variado mensualmente.

Ilustración 3. 4 Tasas Activas Referenciales (Porcentajes, Enero 2014 -2015)

Segmento	ene-14	feb-14	mar-14	abr-14	may-14	jun-14	jul-14	ago-14	sep-14	oct-14	nov-14	dic-14	ene-15
Productivo Corporativo	8.17	8.17	8.17	8.17	7.64	8.19	8.21	8.16	7.86	8.34	8.13	8.19	7.84
Productivo Empresarial	9.53	9.53	9.53	9.53	9.46	9.54	9.65	9.68	9.64	9.64	9.52	9.63	9.53
Productivo PYMES	11.20	11.20	11.20	11.20	11.08	11.28	11.26	10.97	11.32	11.22	10.99	11.19	11.18
Consumo	15.91	15.91	15.91	15.91	15.96	15.99	15.98	15.95	15.96	15.97	15.96	15.96	15.97
Vivienda	10.64	10.64	10.64	10.64	10.92	10.89	10.81	10.83	10.74	10.73	10.72	10.73	10.71
Microcrédito Minorista	28.82	28.82	28.82	28.82	28.40	28.54	28.53	28.44	28.51	28.24	28.47	28.57	29.08
Microcrédito Acumulación Simple	25.20	25.20	25.20	25.20	25.00	25.08	25.08	25.03	25.03	24.90	25.12	25.16	25.41
Microcrédito Acumulación Ampliada	22.44	22.44	22.44	22.44	22.15	22.16	22.24	22.49	22.40	22.14	22.42	22.32	22.84

Fuente: Evolución del volumen de crédito y tasas de interés - Banco Central del Ecuador

Ilustración 3. 5 Tasas Pasivas Referenciales (Porcentajes, Enero 2014 -2015)

Plazo en días	ene-14	feb-14	mar-14	abr-14	may-14	jun-14	jul-14	ago-14	sep-14	oct-14	nov-14	dic-14	ene-15
30-60	3.89	3.89	3.89	3.89	4.05	4.03	3.94	4.09	3.94	4.22	4.22	4.28	4.30
61-90	3.67	3.67	3.67	3.67	4.52	4.73	4.55	4.48	4.50	4.33	4.44	4.68	4.74
91-120	4.93	4.93	4.93	4.93	5.33	5.36	5.15	5.40	5.02	4.96	5.23	5.02	5.11
121-180	5.11	5.11	5.11	5.11	5.66	5.84	5.63	5.71	5.52	5.56	5.48	5.70	5.34
181-360	5.65	5.65	5.65	5.65	6.30	6.29	6.26	6.38	6.13	6.27	5.87	6.15	6.30
>361	5.35	5.35	5.35	5.35	7.10	7.19	7.19	7.12	7.06	7.28	7.15	7.16	7.22

Fuente: Evolución del volumen de crédito y tasas de interés - Banco Central del Ecuador

Sector Fiscal

En 2014, la política fiscal mantuvo un carácter menos expansivo que en años anteriores. El gasto del gobierno central en este último año disminuyó un 0,4%, frente al incremento del 20,9% del año 2013 con relación al 2012. La reducción de la expansión del gasto es producto de un menor aumento del gasto corriente (1,0% vs 17,8%) y al estancamiento del gasto de capital en inversión fija (-2,5% vs 25,2%). Por su parte, los ingresos disminuyeron un 4,7% en el año 2014 respecto al 2013, lo que responde a la caída de los ingresos petroleros como consecuencia de la disminución del precio mundial del crudo y la pérdida de dinamismo de los ingresos no petroleros. El déficit global del gobierno central disminuyó desde 1.819,3 millones de dólares en el 2013 hasta 1.727,0 millones de dólares en el 2014.

En lo referente al sector público no financiero, en el año 2014 y con relación al 2013, los ingresos corrientes se incrementaron un 2,16%, como resultado principalmente del crecimiento del superávit operacional de las empresas públicas no financieras (44,9%). Por su parte, el gasto total aumentó un 6,8%, dado por un incremento del 6,9% del gasto corriente y del 6,6% del gasto de capital en formación bruta de capital fijo.

Análisis del Sector

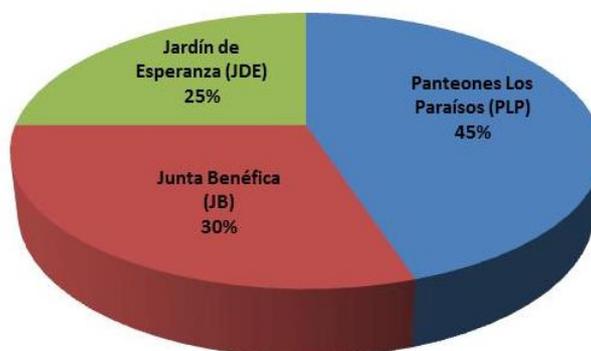
De acuerdo con el Censo Económico INEC 2010, existen 688 empresas que se desempeñan dentro de la actividad “Pompas fúnebres y actividades conexas”, que se compone de 564 establecimientos que brindan servicios exequiales y 124 camposantos. El

total de ingresos anuales percibidos por ventas o prestación de servicios en la industria asciende a USD 189,8 millones

De las empresas que ofertan de servicios de camposanto en las ciudades de mayor población, se estima que en el área urbana de Quito existen 9 camposantos y en las demás parroquias que integran el Distrito Metropolitano hay alrededor de 15 camposantos. Mientras que en la ciudad de Guayaquil se cuenta actualmente con 5 camposantos principales ubicados en su perímetro urbano.

La participación del mercado de los mayores competidores en la oferta de servicios de camposanto se muestra a continuación:

Ilustración 3. 6 Participación de Mercado



Fuente: Estudio de mercado 2012 - Panteones Los Paraísos

Panteones Los Paraísos se posiciona como líder en el mercado por su variedad de productos y flexibilidad para adaptarse a las necesidades de sus clientes. Otro aspecto positivo es la vasta extensión en sus Camposantos sin limitar la elección de adquirir cualquier producto por parte de los clientes.

3.1.2. Análisis Interno

Panteones Los Paraísos (PLP) es una empresa con 2 décadas de experiencia en el mercado ecuatoriano, que posee una imagen diferente de Cementerios y cuenta con Salas de Velaciones en sus Camposantos. La experiencia de los fundadores hace que la empresa se haya expandido a diferentes provincias de la costa ecuatoriana con varias compañías asociadas a un mismo grupo económico bajo la misma marca, que se caracterizan por poseer una imagen de cementerios modernos alineados con la belleza natural que se refleja en sus panteones:

Provincia A.- Con presencia en 5 ciudades o jurisdicciones.

Provincia B.- Con presencia en 3 ciudades.

Provincia C.- Con presencia en 1 ciudad.

PLP ofrece bienes y servicios con diferentes opciones con el fin de que sus clientes sientan tranquilidad ante situaciones que llegan en momentos inesperados, con un concepto innovador de camposantos debido a que posee cementerios ecológicos donde la belleza de sus líneas arquitectónicas está en unión con la belleza natural, además tiene una fuerte convicción de servicio en la comunidad porque se dedica a solucionar profundos problemas humanos funcionando en el ámbito más sensible del hombre, el dolor de la pérdida de los seres queridos.

Misión

Proveer soluciones memoriales y exequiales de calidad de manera rentable a toda la comunidad.

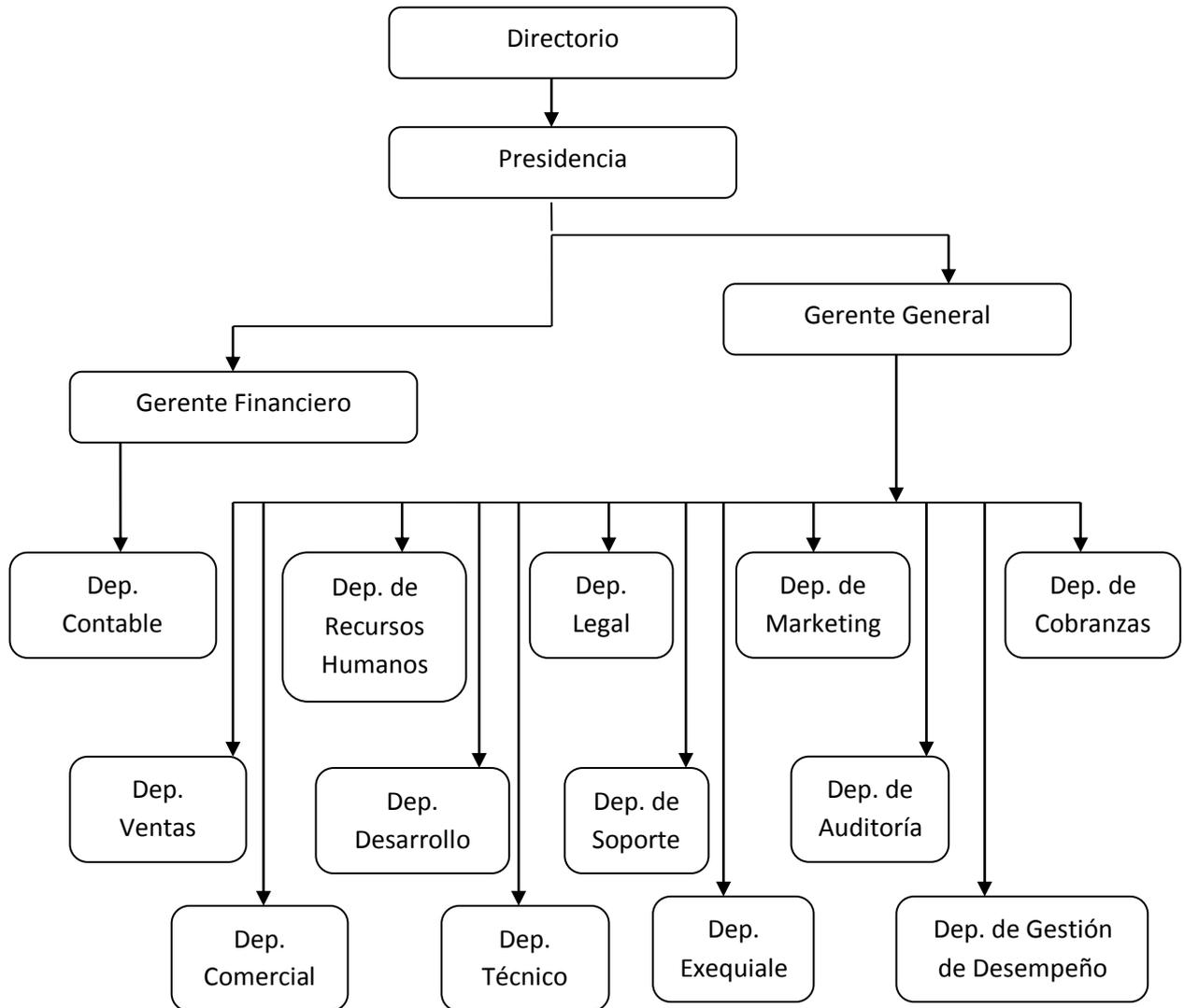
Visión

Panteones Los Paraísos se proyecta a mediano plazo como una empresa muy bien posicionada en el mercado ecuatoriano ya que la calidad de infraestructura y estructura organizativa lo garantizarán.

Estructura Organizacional

La organización de PLP se ha estructurado de acuerdo a las necesidades de control interno y a la evolución de las áreas administrativas y operativas a lo largo de su existencia, el esquema jerárquico tiene a los Accionistas en el nivel más alto, quienes conforman un Directorio para evaluar resultados y tomar decisiones en virtud del buen desempeño del negocio que asegure la rentabilidad esperada, debajo de Directorio está el Presidente Ejecutivo para la toma de decisiones sobre aspectos Gerenciales y Operativos del negocio, este a su vez tiene dos Gerentes: el General encargado de la Administración y Operación del negocio y el Financiero para el control de la Tesorería, finalmente estos Gerentes tienen a su cargo departamentos que les ayudan a cumplir sus objetivos. El siguiente organigrama resume lo expuesto.

Ilustración 3. 7 Organigrama de PLP



Fuente: Panteones Los Paraísos

Líneas de Productos

Bienes Memoriales.- Son los espacios de inhumación en tierra o en altura que se entrega al cliente, entre los que tenemos: Bóvedas, Osarios, Nichos Cinerarios, Lotes, Panteones y Mausoleos.

Servicios Exequiales y de Inhumación.- Son los servicios de velación en sala y traslado de los restos hasta el Camposanto. Entre los servicios Exequiales tenemos: Servicio Funerario Domiciliario, Servicio Funerario en Sala, Servicio Funerario en el Camposanto, Servicio Funerario Personalizado, entre otros. Los servicios de

Inhumación comprende la apertura de lotes, proceso de inhumación, cierre de lote y rotulación de lápidas.

Las actividades se desarrollan en un mercado muy amplio dirigido a todos los niveles socioeconómicos; la captación de clientes se la realiza por medio de la interacción directa entre los Asesores Comerciales y los Prospectos; y son las características de compromiso, seriedad, confianza y calidad; las que hacen que Panteones los Paraísos se encuentre posesionado como el principal referente en las ventas de bienes memoriales y prestaciones de servicios funerarios en los mercados donde tiene presencia.

Análisis FODA

Fortaleza

- Posicionamiento de Marca como líder del mercado
- Arquitectura pionera, innovadora y en constante modernización
- Sistema de Gestión y Control Interno altamente desarrollado
- Diversidad de productos mortuorios y servicios funerarios
- Eficiencia en expansión del negocio
- Capacidad de instalación inmediata a nivel nacional
- Innovación para desarrollar nuevos productos

Oportunidades

- Exclusividad para el mercado Regional (Costa)

Debilidades

- Percepción de los consumidores que los productos son para estratos medio alto y alto.

Amenazas

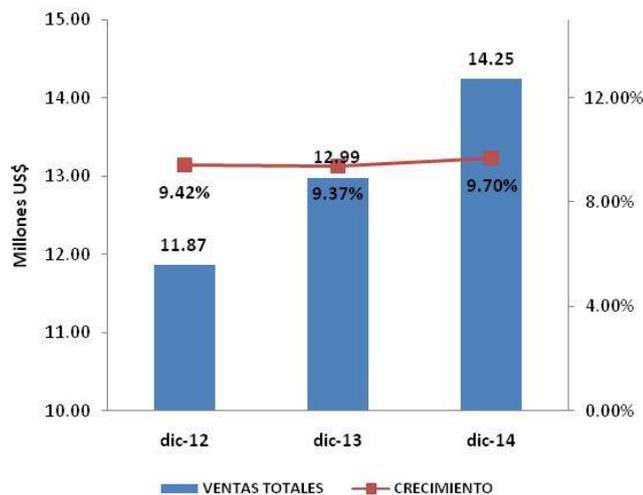
- Modernización y Crecimiento de los Competidores
- Regulaciones y Políticas Económicas que generen restricción de la capacidad de compra.
- Concentración de Mercado (Ley de Control de Poder de Mercado)

3.1.3. Análisis Cifras Financieras Históricas

Ingresos Operacionales

Los ingresos de Panteones Los Paraísos (PLP) muestran una tendencia creciente durante los períodos analizados. Al cierre del 2014, la compañía consiguió ingresos por USD 14,25 millones, que equivale a un incremento del 9,7% en comparación con el año 2013 en el que alcanzó los USD 12,99 millones, que a su vez representó un crecimiento del 9,37% en comparación con el año 2012. El incremento de los ingresos está dado por la venta de mayores unidades de sus productos más que por incremento de precios, pasando de 9.052 unidades vendidas en el 2013 a 10.064 unidades en el 2014 de su stock total.

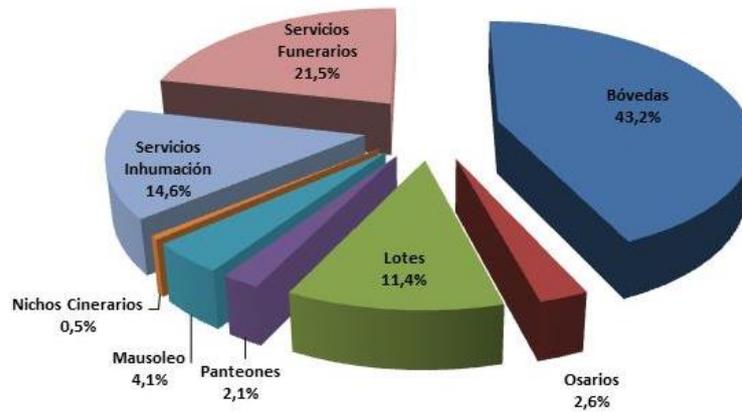
Ilustración 3. 8 Evolución de Ingresos (Millones de USD)



Fuente: Panteones Los Paraísos

Al cierre del año 2014, la línea de negocio de mayor presencia en los ingresos de PLP es la venta de bóvedas con una participación del 43,2% sobre el total de ingresos, seguido por los servicios funerarios y de inhumación con una participación del 21,5% y 14,6% respectivamente. La cuarta línea de negocio con mayor participación sobre los ingresos es la venta de lotes con una participación de 11,4%. El 9,31% restante de los ingresos corresponde a la venta de osarios, panteones, mausoleos y nichos cinerarios.

Ilustración 3. 9 Composición de las Ventas (Año 2014)

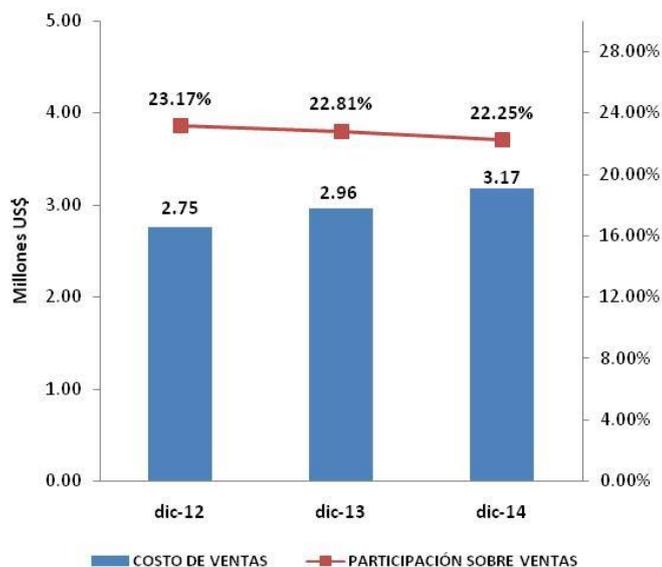


Fuente: Panteones Los Paraísos

Costo de Ventas

El costo de ventas de PLP aumentó de USD 2,75 millones en el año 2012 a USD 2,96 millones en el 2013 (7,60% de incremento) y a USD 3.17 millones en el año 2014 (7% de incremento). En términos de participación del costo sobre las ventas ha venido disminuyendo de 23,2% en el 2012 a 22,2% en el 2014, la variación se da por el mix de productos, es decir que el costo varía dependiendo de las unidades de productos que se vendan por categoría.

Ilustración 3. 10 Evolución de Costo de Ventas (Millones de USD)

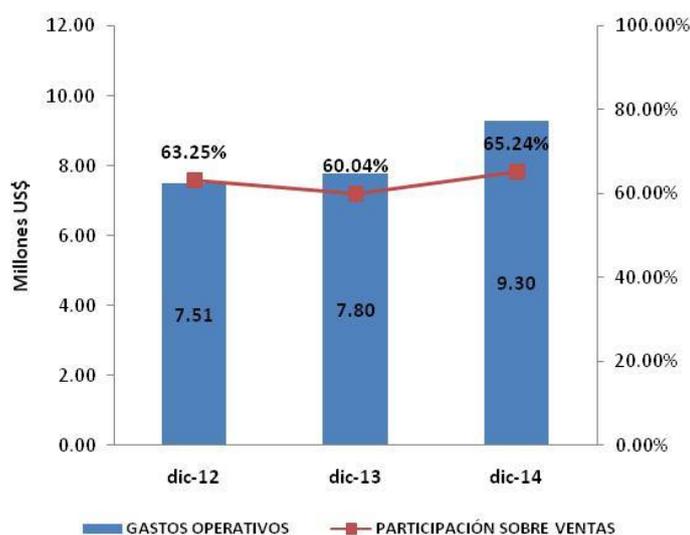


Fuente: Panteones Los Paraísos

Gastos Operativos

A Diciembre de 2014 los gastos operativos ascendieron a USD 9,3 millones, con un incremento del 19,2% respecto al año 2013 (USD 7,8 millones), el incremento se observa principalmente en los sueldos y beneficios del área comercial producto de las mayores comisiones generadas acorde con las mayores ventas conseguidas así como también se incrementan los gastos administrativos de los camposantos dado que periódicamente se da mantenimiento a estas áreas (cada 3 o 5 años). En términos de participación de los gastos sobre las ventas, en el año 2014 aumentó su participación del 60,04% al 65,24%.

Ilustración 3. 11 Evolución de Gastos Operativos (Millones de USD)



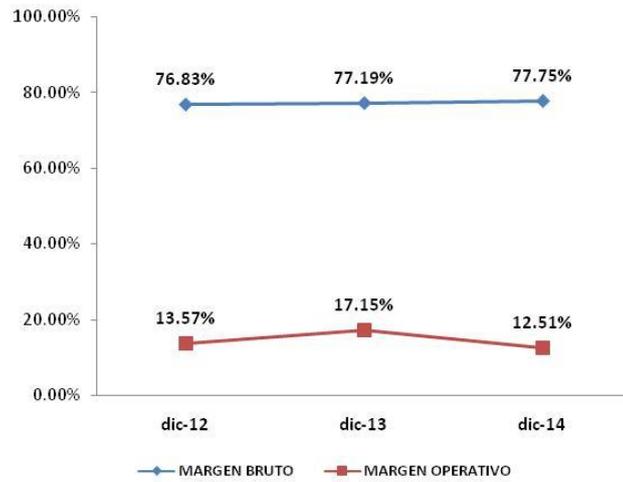
Fuente: Panteones Los Paraísos

Margen Bruto y Margen Operativo

El resultado bruto aumenta de USD 10,03 millones en el 2013 a USD 11,09 millones en el 2014, lo cual se consiguió por la reducción en la participación de los costos de ventas, con lo que el mejora el margen bruto ligeramente de 77,2% a 77,8%.

La utilidad operativa de PLP en el 2014 es de USD 1,78 millones, inferior a los USD 2,23 millones alcanzados al 2013, consecuencia de los incrementos de los gastos comerciales, de tal manera que el margen operativo disminuye al 12,51% (2013: 17,15%).

Ilustración 3. 12 Evolución de Márgenes Brutos y Operativos

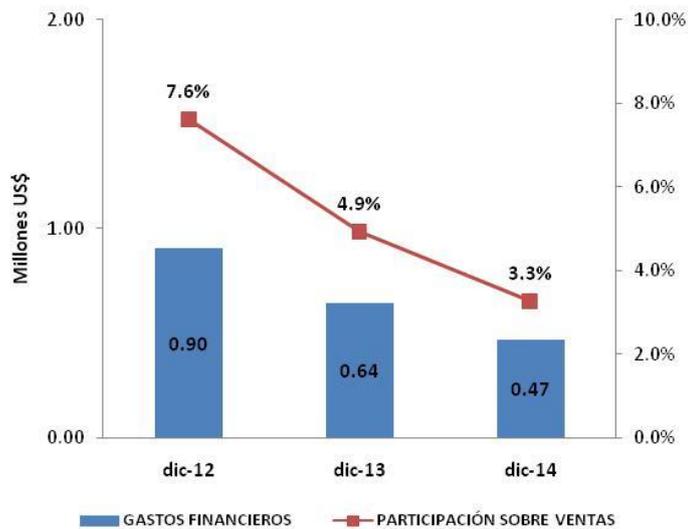


Fuente: Panteones Los Paraísos

Gastos Financieros

Los gastos financieros presentan una tendencia decreciente. Al cierre del año 2014 fueron de USD 0,47 millones, cifra que representó una disminución del 27,3% respecto al año anterior, producto de la disminución de sus obligaciones financieras. La participación de los gastos financieros sobre las ventas también muestran una disminución pasando del 7,6% en el año 2012 al 4,9% en el 2013 y a 3,3% en el 2014.

Ilustración 3. 13 Evolución de Gastos Financieros (Millones de USD)

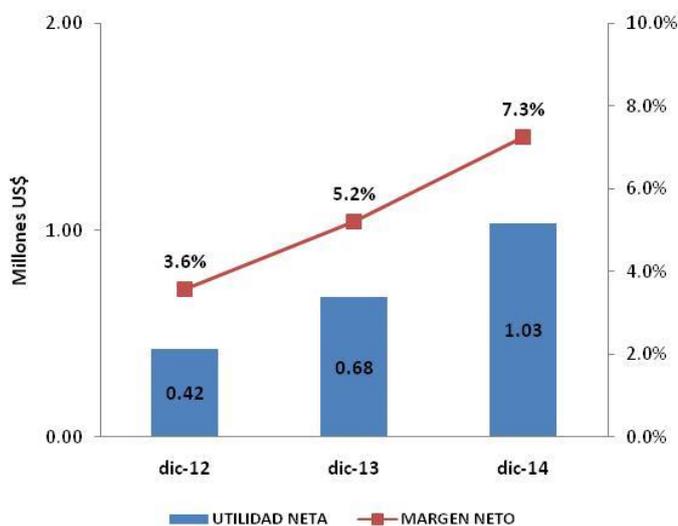


Fuente: Panteones Los Paraísos

Utilidad Neta

Panteones Los Paraísos muestra una tendencia creciente en su utilidad neta, producto del incremento en las ventas de la empresa, así como un mejor control de su costo de venta y reducción de gastos financieros. Es así que al cierre del año 2014 registra una utilidad neta de USD 1,03 millones, cifra que representa un incremento del 52,7% en comparación con la utilidad neta alcanzada en diciembre de 2013 (USD 0,68 millones). De igual manera, los márgenes netos muestran una tendencia creciente pasando de 3,6% en el 2012 a 5,2% en el 2013 y a 7,3% en el 2014.

Ilustración 3. 14 Evolución Utilidad Neta (Millones de USD)

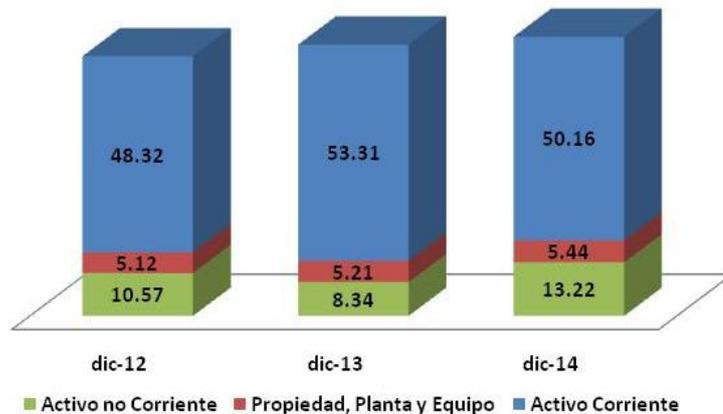


Fuente: Panteones Los Paraísos

Estructura de Activos

Los activos de PLP muestran una tendencia creciente durante los períodos analizados. A Diciembre de 2014 sumaron USD 68,83 millones, cifra que representó un incremento del 6,18% en comparación con el año 2013 (USD 66,86 millones) y cuyo crecimiento se observa principalmente en el rubro de activos no corrientes, específicamente las inversiones permanentes. La composición del activo está dada en un 72,9% en activo corriente, 7,9% en propiedad, planta y equipo y la diferencia del 19,2% corresponde a activo no corriente.

Ilustración 3. 15 Evolución y Composición de Activos (Millones de USD)



Fuente: Panteones Los Paraísos

Dentro del activo corriente, el rubro más representativo son los inventarios con una participación del 62,1%, al alcanzar los USD 31,17 millones en el año 2014 con un ligero incremento del 0,5% en comparación con el año 2013 (USD 31,0 millones). Este rubro comprende los lotes de terreno en los distintos cementerios que mantiene la empresa para la venta.

Otro rubro importante dentro del activo corriente son las cuentas por cobrar que ascendieron a USD 17,89 millones, esto es 10,7% menos que el año 2013 (USD 20,04 millones) y se conforma principalmente de cartera con clientes a quienes se les otorga crédito de hasta 72 meses para el pago de los distintos productos que ofrece la compañía.

Ilustración 3. 16 Composición de Activos Corrientes (Año 2014)



Fuente: Panteones Los Paraísos

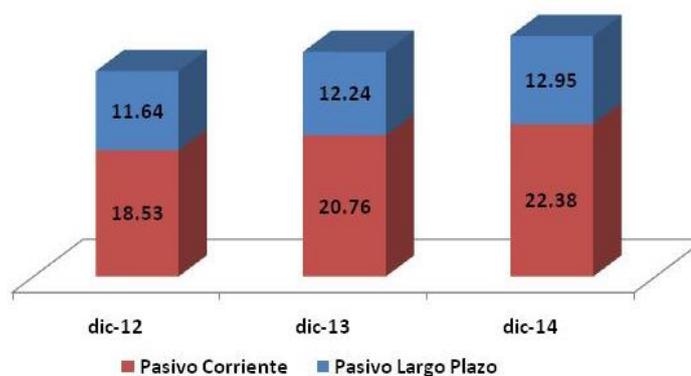
La propiedad, planta y equipo asciende a USD 5,44 millones al cierre del año 2014, presentando un aumento del 4,3% en comparación con el año 2013 (USD 5,21 millones), siendo las principales inversiones nuevas salas de velación y mejoras en los camposantos.

El rubro de activos no corrientes se conforman principalmente de la porción a largo plazo de las cuentas por cobrar a clientes, cuyo saldo al 31 de diciembre del 2014 es de USD 8,34 millones (2013: USD 8,29 millones); e inversiones permanentes en otras compañías por un valor de USD 4,78 millones en el año 2014, incrementándose en comparación con el año anterior (2013: USD 0,05 millones) por compra de acciones de una compañía inmobiliaria.

Estructura de Pasivos

Al igual que los activos, los pasivos de PLP muestran una tendencia creciente. Al 31 de diciembre de 2014 suman USD 22,46 millones, monto que representó un crecimiento del 7,7% en comparación con el año 2013 (USD 25,49 millones). Se conforma en 63,4% por el pasivo corriente, mientras que el 36,6% restante corresponde a pasivo no corriente.

Ilustración 3. 17 Evolución y Composición de Pasivos (Millones de USD)



Fuente: Panteones Los Paraísos

En cuanto a los pasivos corrientes su mayor concentración está en las obligaciones con clientes que corresponde a costos por las ventas anticipadas, dichos costos se incurrirán en el momento que cada cliente requiera el servicio. Al cierre del 2014 mantiene con un saldo de USD 19,69 millones (2013: USD 18,37 millones).

Ilustración 3. 18 Composición de Pasivos Corrientes (Año 2014)



Fuente: Panteones Los Paraísos

Las obligaciones financieras corrientes suman USD 0,44 millones al término de año 2014, es decir 54,9% menos que el año 2013 (USD 0,97 millones) y corresponde al saldo corriente de las emisiones de obligaciones que la compañía ha efectuado en mercado de valores. Mientras que las cuentas por pagar a accionistas asciende a USD 0,80 millones (2013: USD 0,78 millones) y las obligaciones con el personal de la empresa por beneficios sociales a USD 0,60 millones (2013: USD 0,39 millones).

Los pasivos no corrientes se conforman en gran proporción a valores recibidos por las promesas de ventas suscritas con los clientes, cuyo saldo al cierre del 2014 es de USD 7,88 millones, 4,9% más que el año anterior (2013: USD 7,50 millones); y de obligaciones financieras por los valores a pagar a los obligacionistas de la segunda emisión de obligaciones.

Ilustración 3. 19 Composición de Pasivos No Corrientes (Año 2014)



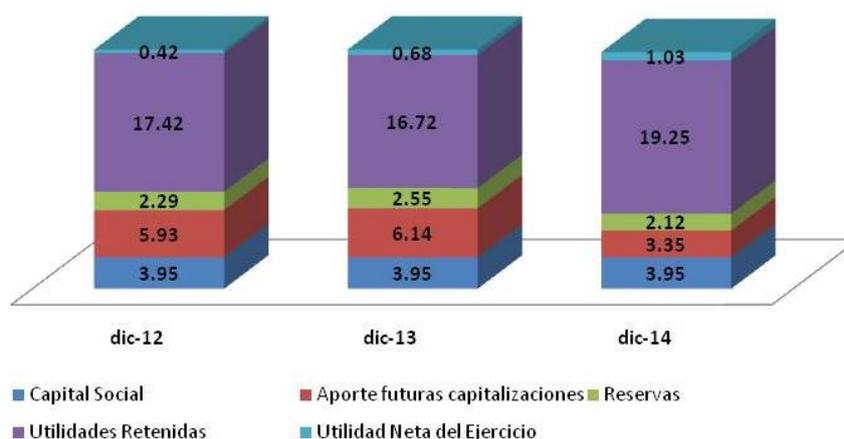
Fuente: Panteones Los Paraísos

Estructura del Patrimonio

El Patrimonio de PLP pasó de USD 33,87 millones en diciembre del 2013 a USD 33,50 millones en diciembre del 2014, lo que representó una disminución del 1,1% en razón de que una de las empresas del grupo utilizó sus aportes para futuras capitalizaciones para cubrir pérdidas acumuladas, con lo que se incrementa la cuenta de utilidades retenidas.

Durante los períodos analizados, Panteones Los Paraísos ha mantenido un capital social de \$ 3,95 millones y el rubro más representativo en el patrimonio son los resultados acumulados, que a su vez se compone mayormente por resultados acumulados NIFF por un monto de \$ 16,43 millones.

Ilustración 3. 20 Evolución y Composición del Patrimonio (Millones de USD)

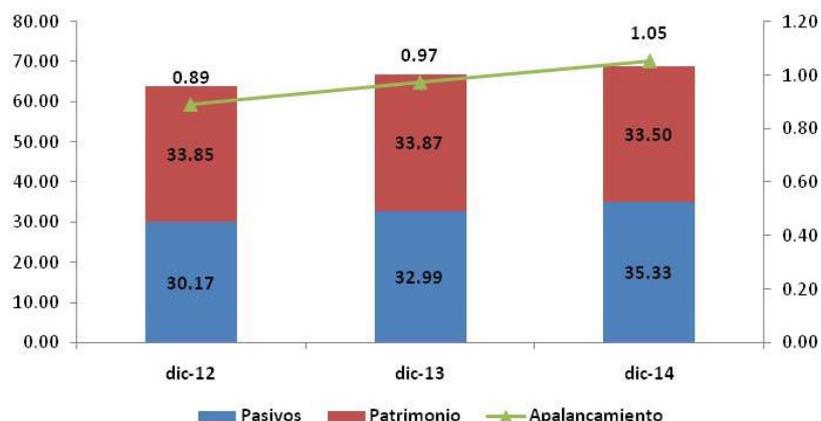


Fuente: Panteones Los Paraísos

Estructura de Financiamiento

Durante los períodos analizados, PLP mantiene una estructura de financiamiento variable, pasando de financiar sus activos en un 47,1% con recursos de terceros en el 2012 a un 49,3% en el 2013 y un 51,3% en el 2014. En promedio el 49,3% de sus activos se financia con recursos de terceros y la diferencia del 50,7% con recursos propios. Frente a esta estructura financiera presenta un apalancamiento promedio de 0,97 veces.

Ilustración 3. 21 Evolución Estructura de Financiamiento (Millones de USD)

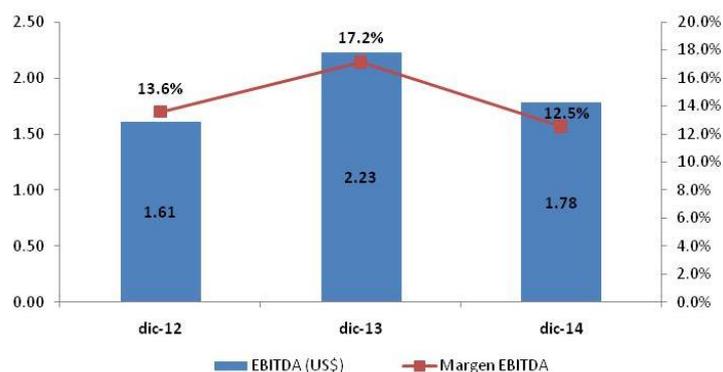


Fuente: Panteones Los Paraísos

Análisis de Indicadores

El EBITDA mantiene comportamiento variable. En el año 2013 alcanza los USD 2,23 millones con un margen del 17,2% sobre las ventas, dado que la compañía consigue reducir la participación de sus costos de ventas y gastos operacionales sobre los ingresos. No obstante, en el año 2014 tienen un importante incremento en los gastos de operación razón por la que el margen del EBITDA desciende a 12,5% (USD 1.78 millones en términos nominales).

Ilustración 3. 22 Evolución EBITDA (Millones de USD)

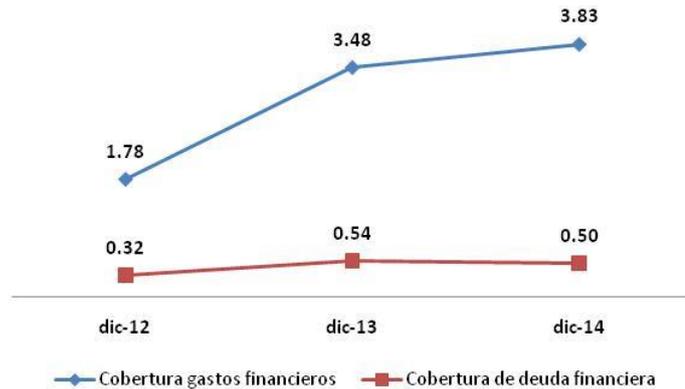


Fuente: Panteones Los Paraísos

La cobertura de gastos financieros en el año 2014 fue de 3,83 veces, indicador que mejora frente al año 2013 donde se obtuvo una cobertura de 3,48 veces. Por su parte, la

cobertura de la deuda financiera total fue 0,50 veces al cierre del año 2014, indicador que disminuye ligeramente en comparación con el año 2013 en que se tuvo una cobertura de 0.54 veces, debido al incremento de deuda por la segunda emisión de obligaciones que PLP realizó a finales del año 2013.

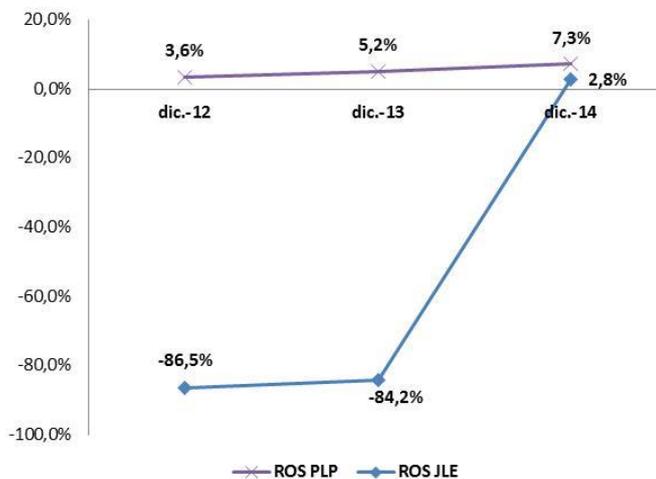
Ilustración 3. 23 Evolución de Coberturas (Veces)



Fuente: Panteones Los Paraísos

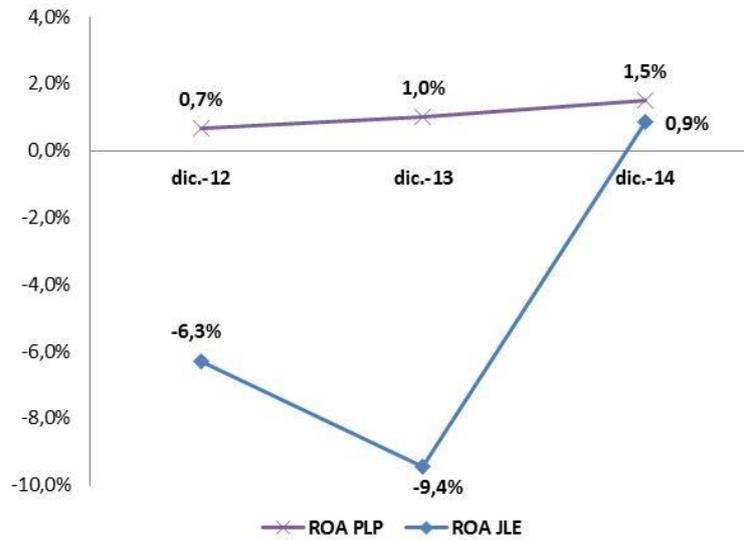
Los indicadores de rentabilidad muestran un comportamiento creciente durante los períodos analizados. En el año 2014, PLP consigue un ROS (Retorno sobre ventas) de 7,30%, un ROA (Retorno sobre activos) de 1,5% y un ROE (Retorno sobre patrimonio) de 3,1%. Estos indicadores son adecuados para la actividad en la que se desempeña la compañía y están por encima de los márgenes de su principal competidor.

Ilustración 3. 24 Evolución de Rentabilidad sobre Ventas (ROS)



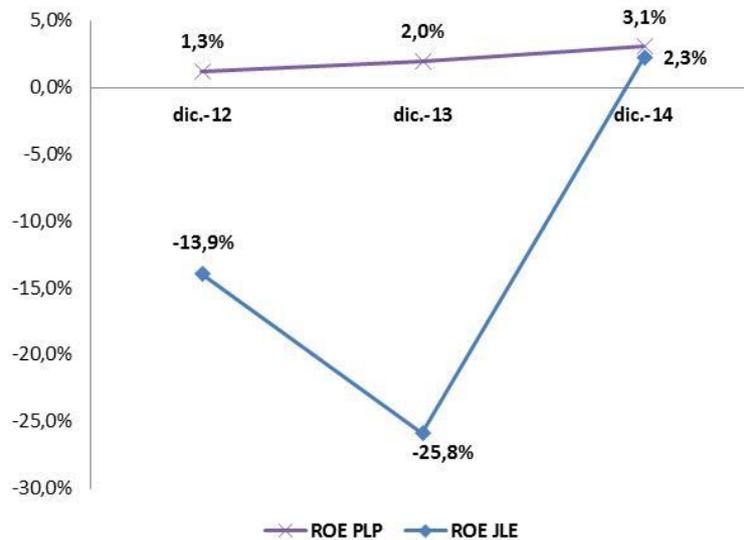
Fuente: Panteones Los Paraísos - Base de datos Superintendencia de Compañías

Ilustración 3. 25 Evolución de Rentabilidad sobre Activos (ROA)



Fuente: Panteones Los Paraísos - Base de datos Superintendencia de Compañías

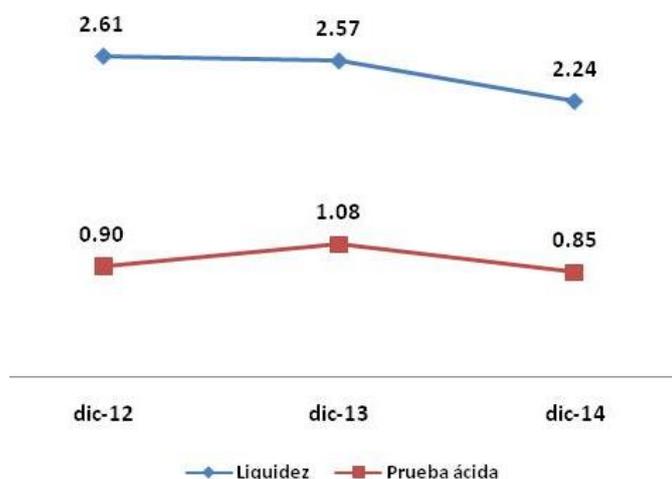
Ilustración 3. 26 Evolución de Rentabilidad sobre Patrimonio (ROE)



Fuente: Panteones Los Paraísos - Base de datos Superintendencia de Compañías

PLP presenta ratios de liquidez por encima de la unidad, lo que refleja que la compañía cuenta con recursos líquidos suficientes para cubrir sus obligaciones inmediatas. Sin embargo existe dependencia de inventarios (lotes), puesto que al excluir este rubro el índice de liquidez ácido es inferior a la unidad.

Ilustración 3. 27 Evolución de Índices Liquidez



Fuente: Panteones Los Paraísos

3.2. VALORACIÓN FINANCIERA DE PANTEONES LOS PARAÍOS

3.2.1. Elección del Método de Valoración Técnica

Para determinar el valor económico de la empresa Panteones Los Paraísos se utilizará el método de los Flujos de Caja Descontados, respaldando el uso del método con los siguientes argumentos:

- a) El valor depende de los flujos de caja que generará el negocio.
- b) La estimación a valor presente de los flujos de caja futuros toma en consideración la temporalidad u horizonte de proyección así como el riesgo asociado a la obtención de dichos flujos futuros.
- c) Este método se basa en las expectativas razonables sobre el desempeño futuro del negocio, tomando como referencia los parámetros históricos de crecimiento y desempeño.
- d) Está asociado a la evaluación de inversiones, lo que permite una correcta apreciación de los mercados financieros hacia la compra o adquisición del negocio.
- e) La metodología de los flujos de caja descontados no es discriminante para ningún tipo de negocio; por lo contrario es un método estándar aplicado a todo giro de negocio.

- f) Finalmente se puede mencionar que por sus múltiples beneficios es el método de mayor aceptación en el mundo de las finanzas contemporáneas.

3.2.2. Premisas para las Proyecciones

Para la estimación de los flujos de cajas proyectados se ha considerado un horizonte de planeación de 10 años, a pesar de que la actividad de la empresa nos permite estimar los flujos por mayor período de tiempo; sin embargo resulta inadecuado proyectar más años cuando las realidades de mercado son muy cambiantes.

Conforme el análisis realizado a PLP y basados en la dinámica del negocio se procedió a establecer las siguientes premisas para elaborar las proyecciones financieras:

- 1) **Estados Financieros Consolidados.-** Todas las Compañías del grupo Panteones Los Paraísos fueron consolidadas y sus Estados Financieros de los últimos tres ejercicios económicos (2012 – 2014) utilizados como referencia para determinar los parámetros de proyección.
- 2) **Ajuste de Cifras.-** Para resguardar los datos oficiales de la compañía Panteones Los Paraísos; se procedió a efectuar un ajuste simétrico a todos los saldos de las cuentas en cada estado financiero al cierre del 2014; es decir; las cifras presentadas en este trabajo tienen un efecto multiplicador por una constante que resguarda las cifras oficiales a solicitud de la compañía; sin que esto genere una alteración al análisis financiero interno, manteniendo el nivel de objetividad en los indicadores calculados.
- 3) **Productos.-** Serán consideradas las dos líneas de negocios que PLP comercializa: Bienes Memoriales y Servicios de Inhumación/Exequiales. Los productos que comprenden estas categorías son: Bóvedas, Osarios, Lotes, Panteones, Mausoleo, Nichos Cinerarios, Servicios de Inhumación y Servicios Funerarios.
- 4) **Precios.-** Los precios tendrán un incremento anual equivalente a la inflación promedio de los últimos 5 años (3,874%)¹.
- 5) **Ventas.-** En función del crecimiento histórico de unidades vendidas, se considerará un incremento anual del 2,5% para cada año de la proyección a partir del 2015.

¹ Calculado con datos publicados por el Banco Central del Ecuador

- 6) **Costos.-** Los costos de Ventas unitarios se calculan como un porcentaje del precio de venta unitario; para tal efecto estos porcentajes fueron calculados según los datos reales del año 2014.
- 7) **Gastos.-** En general los gastos crecen a la inflación promedio de los últimos cinco años; sin embargo existen gastos que están en función de las ventas o de otras variables, cuyos parámetros fueron calculados según el histórico; entre estos gastos tenemos:
 - a) La publicidad equivale al 1% de las ventas
 - b) Los gastos de ventas representan un 30% de las ventas
 - c) La depreciación anual es equivalente a un 7% del saldo en Propiedad, Planta y Equipo del año anterior.
- 8) **Endeudamiento.-** Los egresos por pagos de capital e intereses de las obligaciones de PLP se proyectan ser canceladas de acuerdo a las amortizaciones previstas con corte 2014. Sin embargo, para dar continuidad a la estructura de capital que la empresa mantiene se proyecta una sustitución constante de deuda que garantice mantener el nivel de endeudamiento al costo referencial vigente.
- 9) **Cartera.-** Las cobranzas se proyectan a partir del cronograma de cobro generado con corte 2014; incorporando para los años siguientes la cartera proveniente de las nuevas ventas que se generen a partir del año 2015. El 83% de los montos de ventas anuales son considerados como ventas a crédito, de las cuales un 87% ingresa a la cartera para ser recuperada en un plazo promedio de 36 meses.
- 10) **Inventarios.-** Los saldos al 2014 son la base para las proyecciones; el inventario se moverá en función de tres variables: las utilizaciones, las construcciones y las ventas.
- 11) **Prestaciones y/o Entregas.-** Las entregas de bienes memoriales y las prestaciones de servicios de inhumación y funerarios; se determinan en función del actuarial calculado a partir del nivel de prestaciones sobre el saldo total de prestaciones y/o entregas pendientes registrado en los últimos años.
- 12) **Construcciones.-** Se proyectan de acuerdo a las necesidades de inventario para cada año; estas necesidades de inventario vienen dadas por tres variables: las utilizaciones, las ventas y el stock mínimo de inventario al cierre de cada año.

- 13) Inversiones.-** Se estima que el nivel de inversiones permanentes se sostiene a través del tiempo, y que las mismas generarán un rendimiento promedio del 6% anual.
- 14) Dividendos.-** Como política de dividendos tenemos un 40% de pago, y un 60% de reinversión.
- 15) CAPEX.-** Se proyecta una inversión neta anual del 5% en CAPEX.
- 16) Impuestos.-** Se utilizará para el cálculo de los impuestos el esquema vigente en la administración tributaria de Ecuador al cierre del 2014; manteniendo este esquema a lo largo de la proyección.
- 17) Cuenta de Cuadre.-** Para recoger las diferencias menores, ajustes y distorsiones provenientes de las proyecciones; se utilizará la cuenta OBLIGACIONES CON CLIENTES como variable de cuadratura; tomando en consideración que esta partida recoge el saldo de las prestaciones pendientes por entregar a los clientes.

3.2.3. Estimación de los Flujos de Caja

Una vez que están definidas las premisas para las proyecciones de los Estados Financieros, se procede a proyectar el Estado de Situación Financiera y el Estado de Resultados Integrales para los periodos 2015 al 2024. Se construyen posteriormente los Flujos de Caja Libre Operativos a partir de las Utilidades Netas Proyectadas, tomando en consideración también los datos proyectados de los Estados Financieros tales como: Depreciaciones y/o Amortizaciones, Impuestos, Variaciones en las Cuentas de Activo, e Ingresos/Gastos de Intereses después de impuestos.

A continuación se muestran los Flujos de Caja Libre Operativos Estimados para los años 2015 al 2024:

Tabla 3. 1 Estimación de los Flujos de Caja (2015 – 2024)
Millones USD

	2015	2016	2017	2018	2019
UTILIDAD NETA	\$ 1,73	\$ 0,98	\$ 1,11	\$ 1,24	\$ 1,38
(+) Depreciación y/o Amortización	0,38	0,40	0,42	0,44	0,46
(+) Impuestos	0,49	0,41	0,44	0,46	0,49
(-) Incremento [(+) Reducción] en Cuentas por cobrar	-3,18	-0,95	-0,35	0,79	-0,33
(-) Incremento [(+) Reducción] Inventarios	-0,17	-0,36	-0,37	-0,39	-0,40
(+) Incremento [(-) Reducción] Otros pasivos corrientes	2,92	3,14	3,55	3,82	3,80
(+) Gasto en intereses (desp. de Impuesto)	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31
(-) Ingreso en intereses (desp. de Impuesto)	-0,29	-0,29	-0,29	-0,29	-0,29
(-) FLUJO DE CAJA DE LAS OPERACIONES	2,19	3,65	4,82	6,39	5,43
(-) Compra [(+) Venta] de propiedad, planta y equipo	-0,27	-0,29	-0,30	-0,32	-0,33
(-) FLUJO DE CAJA LIBRE OPERATIVO	\$ 1,92	\$ 3,37	\$ 4,52	\$ 6,07	\$ 5,10

	2020	2021	2022	2023	2024
UTILIDAD NETA	\$ 1,54	\$ 1,71	\$ 1,89	\$ 2,08	\$ 2,29
(+) Depreciación y/o Amortización	0,49	0,51	0,54	0,56	0,59
(+) Impuestos	0,52	0,56	0,59	0,63	0,67
(-) Incremento [(+) Reducción] en Cuentas por cobrar	-0,61	-0,72	-0,78	-0,84	1,58
(-) Incremento [(+) Reducción] Inventarios	-0,42	-0,43	-0,45	-0,47	-0,49
(+) Incremento [(-) Reducción] Otros pasivos corrientes	4,10	4,49	4,92	5,39	5,90
(+) Gasto en intereses (desp. de Impuesto)	0,31	0,31	0,31	0,31	0,31
(-) Ingreso en intereses (desp. de Impuesto)	-0,29	-0,29	-0,29	-0,29	-0,29
(-) FLUJO DE CAJA DE LAS OPERACIONES	5,64	6,13	6,72	7,39	10,57
(-) Compra [(+) Venta] de propiedad, planta y equipo	-0,35	-0,36	-0,38	-0,40	-0,42
(-) FLUJO DE CAJA LIBRE OPERATIVO	\$ 5,29	\$ 5,76	\$ 6,34	\$ 6,99	\$ 10,15

3.2.4. Estimación de la Tasa de Descuento

Una vez obtenidas las proyecciones financieras se ha determinado que la estructura de capital de Panteones Los Paraísos no cambia sustancialmente en el tiempo, razón por la cual el método de **descuento de flujos de caja puros** es el más adecuado para realizar la valoración de la empresa, utilizando una tasa de descuento constante para valorar los flujos de caja de la empresa (enfoque WACC tradicional).

Estimación del Coste de la Deuda

El costo de la deuda se ha estimado como la media ponderada de los costos de las fuentes de financiamiento de Panteones Los Paraísos.

Tabla 3. 2 Estimación Costo de la Deuda
Millones USD

Vencimiento	Monto	Costo	Costo Ponderado
mar-18	2,05	9,02%	5,14%
ene-19	1,55	8,00%	3,44%
Total	\$ 3,60	kd	8,58%

Estimación del Coste de los Fondos Propios

Como se mencionó en el capítulo 2, el modelo más utilizado para la estimación del coste de los fondos propios en la práctica profesional y en los estudios de investigación sobre valoración es el CAMP. No obstante, al ser Ecuador un país emergente donde las empresas tienen escasa presencia bursátil y los mercados de valores son pocos desarrollados, se debe recurrir a betas y rendimientos referenciales y posteriormente realizar ajustes por riesgo país y efecto tamaño, de tal manera que el modelo refleje de mejor manera la realidad ecuatoriana.

Ecuación 3.1
$$E(r) = R_f + \beta[R_m - R_f] + R_s + R_{país}$$

Como tasas libres de riesgo, generalmente se utilizan las tasas de los bonos del Tesoro de Estados Unidos porque son los que más se aproximan porque ningún instrumento del Tesoro hasta el momento ha incurrido en incumplimiento. Damodaran (2012) considera que los gobiernos están libres del riesgo de incumplimiento debido a que ellos manejan la emisión de la moneda, mientras que para Ross (2012) los gobiernos están tácitamente libres de riesgo porque tienen la facultad de crear más impuestos para cumplir con sus obligaciones.

Por lo tanto, para el cálculo de la tasa libre de riesgo (R_f) se ha utilizado un promedio aritmético de los retornos de últimos 10 años de los bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años plazo.

Tabla 3. 3 Estimación Tasa Libre de Riesgo (R_f)

R_f (2005 - 2015)	
Más alto	5.333 %
Más bajo	1.381 %
Promedio	3.224 %

El beta (β) es la sensibilidad de los rendimientos de la empresa ante cambios en los rendimientos del mercado. En países emergentes como el nuestro, se presentan dificultades para la determinación del beta porque la mayoría de las empresas no cotiza en bolsa, por ello se recurre a la búsqueda de betas de empresas comparables. Se ha tomado como referencia los betas para países emergentes calculados y publicados por Damodaran en Enero 2015, considerando la industria bienes raíces dado que su actividad se asemeja a la de Panteones Los Paraísos.

Hay que tomar en cuenta que el beta que ofrece el mercado refleja el nivel de endeudamiento de cada empresa. Para quitarle ese efecto del endeudamiento se utiliza el beta desapalancado corregido por efectivo, el mismo que se re-apalancará considerando la estructura de financiamiento de PLP.

Tabla 3. 4 Betas para Países Emergentes (β)

<i>Industria</i>	N° de empresas	β_L	<i>D/E Ratio</i>	<i>Tasa Impuestos</i>	β_U	<i>Efectivo</i>	β_U corregida por efectivo
Desarrollo Inmobiliario	608	1,20	90,39%	19,58%	0,69	14,93%	0,82
Bienes Raíces (Diversificado)	307	1,01	59,74%	15,92%	0,67	9,81%	0,75
Bienes Raíces (Operaciones & Servicios)	274	0,94	82,51%	11,97%	0,55	7,79%	0,59

Por su parte, la prima de riesgo de mercado se refiere al diferencial histórico de la rentabilidad que ofrece el mercado (R_m) versus la rentabilidad que ofrecen los bonos del Tesoro (R_f). Para la determinación de este parámetro, se ha considerado el promedio histórico aritmético (1928 – 2014) de los retornos del mercado accionario sobre los T-Bonds publicados por Damodaran en Enero 2015.

Tabla 3. 5 Estimación Prima de Riesgo del Mercado ($R_m - R_f$)

Arithmetic Average	Stocks - T.Bonds
1928-2014	6,25%
1965-2014	4,12%
2005-2014	4,06%

Con la finalidad de adaptar el modelo CAPM a un modelo que refleje mejor la realidad de los países emergentes, Damodaran propone usar la prima de mercado de Estados Unidos y ajustar dicha prima por riesgo país, bajo el enfoque de que todas las empresas están igualmente expuestas al riesgo país.

Es importante mencionar que en el cálculo de la tasa libre de riesgo y la prima de mercado, se utiliza horizontes de largo plazo debido a que los horizontes de corto plazo no aíslan el efecto de los ciclos económicos, pudiendo arrojar resultados muy variables. Mientras que los horizontes de largo plazo dan una mayor estabilidad y son los más recomendados en los distintos libros y papers publicados sobre la determinación del costo de los fondos propios. Así mismo se emplea promedios aritméticos, porque la distribución de los rendimientos ha sido estable en el tiempo y se asume que publicaciones periódicas son independientes unos de otros. Para el cálculo del riesgo país de Ecuador, se ha considerado el promedio aritmético de los últimos 10 años del índice de riesgo país elaborado por JP Morgan (EMBI+).

Tabla 3. 6 Estimación Riesgo País ($R_{país}$)

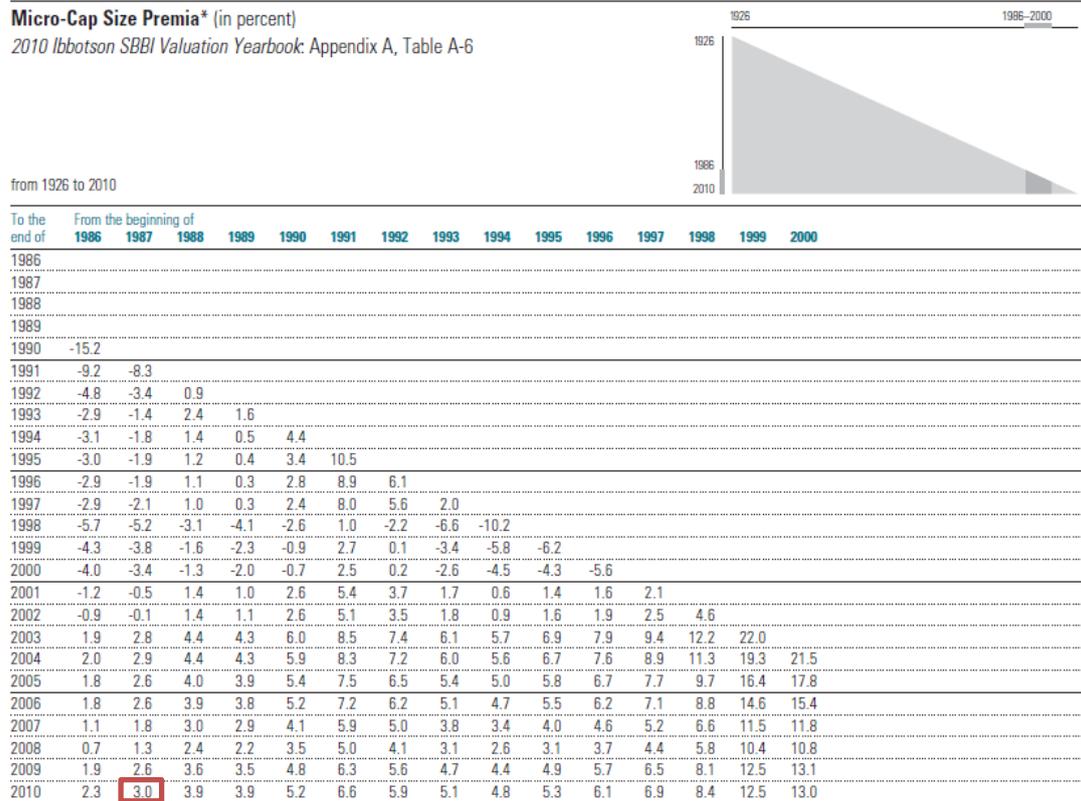
País	Ecuador
Año	Riesgo País (p.b.)
2005	588,25
2006	689,98
2007	702,77
2008	699,89
2009	360,75
2010	493,16
2011	582,83
2012	656,05
2013	742,88
2014	800,60
Promedio	631,72 p.b.

Finalmente, se ha considerado la aplicación de una prima por tamaño (R_s) que se justifica en que las betas referenciales se calcularon con empresas más grandes que las empresas ecuatorianas, siendo estas últimas más vulnerables a los cambios del entorno, razón por la que se debe exigir una mayor rentabilidad.

La presencia de la prima por tamaño fue explicada inicialmente por Banz (1981), quien demuestra que las empresas de menor tamaño tienen una rentabilidad superior que las empresas de mayor tamaño, aún después de ser ajustadas a su riesgo por el CAPM. Posteriormente, esta teoría ha sido reafirmada por otros estudios, entre ellos el de Fama & French (1992), quienes demostraron que los rendimientos de los títulos están inversamente relacionados con el tamaño de la empresa, el mismo que se mide a través de su capitalización bursátil, y con el ratio valor de mercado/valor contable. Por su parte, Ibbotson, Chen, Kim & Hu (2013) sugieren un ajuste por efecto tamaño, considerando que en los países emergentes pocas empresas cotizan en bolsa y por lo tanto deben tener un premio adicional.

Ibbotson Associates, provee los datos para la prima por tamaño en su reporte anual “2011 Ibbotson® Risk Premia Over Time Report”, relacionada con la capitalización de mercado. No obstante Panteones Los Paraísos no tiene acciones en circulación en un mercado eficiente por lo que no se configuraría el concepto de Market Cap. En este caso, lo más aproximado, es el patrimonio de la empresa. Dado que el patrimonio de PLP se encuentra entre USD 1,22 millones y USD 477,539 millones, la compañía se ubica en el decil 9-10 y es Micro-cap, siendo la prima por tamaño $R_s = 3,0\%$.

Ilustración 3. 28 Prima por Tamaño (Micro-Cap)



Fuente: 2011 Ibbotson® Risk Premia Over Time Report

Una vez definidos los distintos parámetros de la Ecuación 3.1, se calcula el costo de los fondos propios:

Tabla 3. 7 Estimación Costo Patrimonial (k_e)

Rubro	Escenario base
T^2	33,70%
%D	45%
%E	55%
%D/E	82%
β_u	0,82
β_L	1,26
R_f	3,224%
$R_m - R_f$	6,25%
$R_{país}$	6,317%
R_s	3,00%
K_e	20,42%

² Considera porcentaje de participación a trabajadores (15%) más tasa fiscal vigente (22%).

Estimación del Coste Medio Ponderado de Capital (WACC)

El coste medio ponderado de capital es el promedio del costo de financiamiento y el rendimiento exigido por los accionistas, se calcula aplicando la siguiente fórmula:

$$\text{Ecuación 3.2} \quad WACC = K_e \left(\frac{E}{D+E} \right) + K_d \left(\frac{D}{D+E} \right) (1 - T)$$

Tabla 3. 8 Estimación de WACC

Rubro	Escenario base
T	33,70%
%D	45%
%E	55%
ke	20,42%
kd	8,58%
WACC	13,77%

3.2.5. Estimación del Valor Terminal

El valor terminal o residual corresponde a los flujos de caja libre para la empresa después del período específicamente proyectado. Para la estimación del valor terminal usamos el método basado en valores de liquidación (Ribeiro, 2010), asumiendo una liquidación total de la empresa al final del período de proyección. Por el giro del negocio de PLP, se ha considerado que este método es el más acertado para la determinación del valor residual debido a que supone la liquidación de todos los pasivos del negocio incluyendo el principal pasivo que son las prestaciones a los clientes.

El cálculo del valor terminal, se ha realizado asumiendo que los activos se recuperarán al 100% de su valor contable así como la cancelación del 100% de los pasivos proyectados al final del período de planeación más los gastos que surgen por la liquidación de la compañía, principalmente gastos legales, indemnizaciones laborales, honorarios profesionales. Por lo tanto, la fórmula para la estimación del valor residual es:

$$\text{Ecuación 3.2} \quad \text{Valor terminal} = VLA - VLP - GL$$

Tabla 3. 9 Estimación de Gastos de Liquidación (GL)
Millones USD

Indemnización empleados	3,38
gastos legales	0,01
honorarios	0,03
Gastos liquidación	\$ 3,41

Tabla 3. 10 Estimación de Valor Terminal
Millones USD

Valor de liquidación de activos	VLA	119,06
Valor de liquidación de pasivos	VLP	69,60
Gastos de liquidación	GL	3,41
Valor terminal	VT	\$ 46,05

3.2.6. Valoración Financiera de Panteones Los Paraísos

Una vez determinados los flujos de caja libre para la empresa para el horizonte de proyección establecido, la tasa de descuento y el valor terminal al final del horizonte de proyección, se calcula el valor presente dichos flujos. De esta manera se estima que el valor de Panteones Los Paraísos (PLP), bajo un escenario conservador es de **USD 38.35 millones**.

Tabla 3. 11 Estimación del Valor de la Empresa
Millones USD

	2015	2016	2017	2018	2019
FLUJO DE CAJA LIBRE	1,92	3,37	4,52	6,07	5,10
VALOR TERMINAL					
TOTAL FLUJOS	\$ 1,92	\$ 3,37	\$ 4,52	\$ 6,07	\$ 5,10

	2020	2021	2022	2023	2024
FLUJO DE CAJA LIBRE	5,29	5,76	6,34	6,99	10,15
VALOR TERMINAL					46,05
TOTAL FLUJOS	\$ 5,29	\$ 5,76	\$ 6,34	\$ 6,99	\$ 56,20

WACC	13,77%
VALORACIÓN DE LA EMPRESA	\$ 38,35

3.2.7. Análisis de Escenarios

Para la valoración de Panteones Los Paraísos, se establecieron adicionalmente dos escenarios considerando la tasa de descuento como factor clave determinante del valor, calculadas a partir de diferentes betas de tres industrias similares a la actividad de PLP: Desarrollo Inmobiliario, Bienes Raíces (Diversificado) y Bienes Raíces (Operaciones & Servicios).

Tabla 3. 12 Análisis de Escenarios
Millones USD

Rubro	Escenario 1	Escenario 2	Escenario 3
T	33,70%	33,70%	33,70%
%D	45%	45%	45%
%E	55%	55%	55%
%D/E	82%	82%	82%
β_u	0,82	0,75	0,59
β_L	1,26	1,15	0,92
Rf	3,22%	3,22%	3,22%
Prima de riesgo de mercado	6,25%	6,25%	6,25%
Riesgo país	6,32%	6,32%	6,32%
Ajuste Tamaño	3,00%	3,00%	3,00%
ke	20,42%	19,75%	18,26%
kd	8,58%	8,58%	8,58%
WACC	13,77%	13,40%	12,59%
VP VALOR TERMINAL	12,68	13,10	14,07
VP PERIODO EXPLICITO	25,67	26,14	27,20
VALOR EMPRESA	\$ 38,35	\$ 39,24	\$ 41,27

En base a estos tres escenarios, se establece que el valor ponderado de Panteones Los Paraísos es **USD 39.62 millones**.

Tabla 3. 13 Valor de la Empresa Ponderado
Millones USD

	Valor	Probabilidad	Valor
Escenario 1	38,35	33,33%	12,78
Escenario 2	39,24	33,33%	13,08
Escenario 3	41,27	33,33%	13,76
VALOR EMPRESA			\$ 39,62

4. VALORACIÓN DE LA MARCA “PANTEONES LOS PARAÍOS”

A partir del valor de la empresa, se puede determinar el valor de los intangibles generales. Esta estimación inicial permitirá establecer el valor máximo que podría llegar a tener la marca en ausencia de otros activos intangibles.

Posteriormente, para la valoración de la marca “Panteones Los Paraísos” se aplicará el método de Interbrand³ y un modelo propuesto por Damodaran. El primero considera que el valor de la marca radica en tres factores: la fortaleza de la marca, la influencia de la marca en las decisiones de compra del consumidor y la probabilidad futura de ingresos procedentes de la marca. Mientras que Damodaran considera que el valor de la marca se lo puede obtener a partir de la diferencia de los ratios de capitalización sobre ventas entre un producto con marca y otro sin marca. Una correcta aplicación de dichos modelos permitirá acercarse al valor real de la marca e identificar su aporte en el valor de mercado de la empresa.

4.1. VALORACIÓN DE LOS INTANGIBLES A PARTIR DEL VALOR EMPRESA

La Valoración de los Intangibles o Good Will representa la ganancia económica dada por el prestigio y buen nombre que la empresa ha obtenido a través del tiempo, esta ganancia se mide a partir de la capacidad que tiene la empresa para generar beneficios económicos futuros. Esto significa que cuando se valora una empresa implícitamente se está determinando o valorando el Good Will de la misma; ya que para lograr obtenerlo será suficiente con que al Valor de la Empresa se le disminuyan los valores invertidos por los accionistas y los acreedores al momento de la valoración.

Si al Valor (de Mercado) de la Empresa determinada a partir del método de los flujos de caja descontados le restamos el Valor (de Mercado) de la Deuda al momento de la valoración obtendremos el Valor (de Mercado) del Patrimonio, es decir el valor negociable de las acciones en el mercado que se espera se encuentre por encima de su valor nominal. Posteriormente si a este valor de mercado del Patrimonio le restamos el valor

³ Interbrand es una empresa multinacional que se dedica a la valoración de marcas. autora del ranking anual The Best Global Brand y la primera firma en el mundo en obtener Certificación ISO 10668:2010 para la valoración de las marcas.

contable del Patrimonio da como resultado el beneficio económico adicional que las acciones tienen en el mercado producto de su prestigio o buen nombre (Good Will).

Para el caso de PLP, el valor obtenido de Good Will es de **USD 21,77 millones** según el siguiente detalle:

Tabla 4. 1 Estimación del Good Will
Millones USD

VALOR EMPRESA	\$39,62
(-) DEUDA CON COSTO A VALOR DE MERCADO	3,60
(=) VALOR PATRIMONIO DE MERCADO	36,02
(-) VALOR PATRIMONIO CONTABLE AJUSTADO	14,25
(=) GOOD WILL	\$21,77

La valoración de los activos intangibles permite a los accionistas y directivos conocer cuánto aportan dichos activos a la obtención de ingresos y resultados. Dentro de este grupo se incluyen activos tales como: Licencias, franquicias, derechos de autor, patentes, know how (*procedimientos técnicos; ubicaciones apropiadas, experiencia, calidad, buen trato a los clientes, buenas relaciones laborales, y buen desempeño gerencial*) y Marcas, siendo éste último uno de los activos intangibles más importantes.

Todo método de valoración de marca aplicado a PLP deberá ser consistente con el Valor de Good Will encontrado a partir de la Valoración de la Empresa. Si se considera que la Marca es el intangible de mayor valor dentro de la empresa, su valor estimado no podrá ser superior al valor estimado del Good Will, y deberá ser inferior en la medida en que la empresa posea otros activos intangibles; es decir; la suma de las valoraciones estimadas para cada uno de los activos intangibles; deberá ser consistente con el valor estimado del Good Will.

4.2. VALORACIÓN MARCARIA - MÉTODO DE INTERBRAND

El método que aplica Interbrand para la valoración de marcas es un modelo de proyección de rentabilidad futura que consiste en multiplicar el beneficio diferencial de la marca por un múltiplo asociado a la fortaleza de la marca.

Para determinar el beneficio diferencial de la marca se parte de las utilidades antes de intereses e impuestos (EBIT) de Panteones Los Paraísos de los tres últimos años, a las cuales se le deduce el EBIT correspondiente a un producto y/o servicio sin marca⁴. Posteriormente el beneficio diferencial de la marca de cada año se ajusta por inflación y se calcula una utilidad ponderada antes de intereses e impuestos, para lo cual se asigna un menor peso a los resultados más antiguos y un mayor peso a los resultados más recientes.

Al EBIT ponderado se le deduce un gasto de capital equivalente al costo promedio ponderado de capital (WACC) calculado para PLP y finalmente se deducen los impuestos⁵ para obtener el beneficio neto diferencial de la marca.

Tabla 4. 2 Beneficio Diferencial de la Marca
Millones USD

	2012	2013	2014
BENEFICIOS ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS (EBIT)	\$ 0,71	\$ 1,61	\$ 1,35
(-) EBIT EMPRESA SIN MARCA	\$ 0,30	\$ 0,67	\$ 0,56
BENEFICIO DIFERENCIAL DE LA MARCA	\$ 0,42	\$ 0,94	\$ 0,79
(*) FACTOR COMPENSADOR DE LA INFLACIÓN	1,08	1,04	1,00
(=) VALOR ACTUAL DEL EBIT DIFERENCIAS DE LA MARCA	\$ 0,45	\$ 0,97	\$ 0,79
FACTOR DE PONDERACIÓN	1	2	3
EBIT DIFERENCIA PONDERADA DE LA MARCA			\$ 0,79
(-) REQUERIMIENTO DE LOS RECURSOS ⁶			\$ 0,11
(IMPUESTOS) 2014 (IR & PT)			\$ 0,23
(=) BENEFICIO DIFERENCIAL DE LA MARCA			\$ 0,45

Para establecer el múltiplo que se aplicará al beneficio diferencial de la marca, Interbrand propone el cálculo de la fortaleza de la marca mediante la ponderación de siete factores:

⁴ Se considera como producto sin marca a los productos y servicios de pompas fúnebres y actividades conexas brindados por la Junta Benéfica, dado que la misma no tiene fin de lucro y que por ende el precio de sus productos son inferiores a los de PLP.

⁵ Considera porcentaje de participación a trabajadores (15%) más tasa fiscal vigente (22%).

⁶ Corresponde al WACC multiplicado por el EBIT diferencia ponderada de la marca.

Ilustración 4. 1 Factores de Fortaleza de Marca según Interbrand

Factor de evaluación	Definición
Liderazgo	Una marca líder es más estable y tiene más valor que otra marca con una cuota de mercado menor porque el liderazgo proporciona influencia en el mercado, para poder establecer precios, dominio en la distribución, mayor resistencia a los competidores, etc.
Estabilidad	Obtienen altas puntuaciones en este factor las marcas establecidas hace tiempo, que cuentan con la lealtad de los consumidores.
Mercado	Una marca en un mercado estable y creciente con elevadas barreras de entrada, puntuará más alto.
Internacionalidad	Marcas que operan en mercados internacionales tienen más valor que marcas nacionales o regionales. Por otra parte, todas las marcas no son capaces de atravesar las barreras culturales y nacionales.
Trayectoria de la marca	La tendencia de una marca a mantenerse actualizada y relevante para el consumidor incrementa su valor.
Apoyo	Marcas que han recibido inversiones y apoyo deben considerarse más valiosas que aquellas que no lo han recibido.
Protección legal	La robustez y amplitud de la protección de marca (monopolio legal) es un factor crítico en su valoración.

Fuente: Elaboración propia con base en Fernández (2013)

Para calificar cada factor de las empresas que participan dentro de la industria donde se está valorando una marca lo más adecuado es realizar una investigación de mercado que contribuya a la correcta evaluación de cada factor, no obstante cuando se tiene información disponible se puede sustentar o justificar la calificación otorgada a cada factor, es así que para la valoración marcaría propuesta en este trabajo se consideró la información disponible de las empresas en análisis. A continuación se describen los argumentos de valor utilizados para las respectivas calificaciones:

Liderazgo.- Se considera el nivel de ventas que cada compañía tiene u ostenta en el mercado; siendo dominante Panteones los Paraísos con más del 50% de las ventas; mientras que las otras dos compañías tienen ventas técnicamente similares.

Estabilidad.- En este factor se analizó la trayectoria de cada empresa, su constancia en ventas y su consolidación dentro del mercado, que hacen que mantengan la lealtad de sus clientes. Al igual que el factor anterior, esto se refleja en las ventas de cada empresa, donde PLP ha alcanzado el mayor crecimiento tanto en ventas como en clientes.

Mercado Actual.- Considerando que las tres empresas se desempeñan en el mismo mercado, este factor se califica puntualmente por la participación de mercado que cada empresa presenta al momento de realizar el estudio de valoración, siendo PLP la que tiene la mayor participación (60%) lo cual va acorde con el liderazgo y estabilidad descritos en los factores antes mencionados, seguida por JB (25%) y finalmente JDE (15%).

Internacionalización.- Para calificar este factor se observó la expansión de cada marca a diferentes mercados, así: PLP tiene la mayor presencia al estar en 3 mercados; 9 ciudades, mientras que JB está en 1 mercado, una ciudad al igual que JDE que se encuentra en 1 mercado, una ciudad pero en menor tamaño que JB.

Adaptación/Tendencia.- Siendo este factor el perceptor de la relevancia de la empresa para los consumidores, para su calificación se observó la inversión en marketing para alcanzar posicionamiento de la marca en el mercado. A lo largo del tiempo, PLP ha mostrado una constante actualización en su marca.

Apoyo/Inversión.- Este factor esta correlacionado con el anterior, es decir, se mide en base a la cantidad gastada en promoción y publicidad así como el impacto de la marca en los consumidores producto de la gestión de los administradores para mantener el buen nombre y la calidad del servicio ante los consumidores. Al respecto PLP, durante los últimos años ha incrementado su inversión en publicidad con presencia en las distintas ferias que se desarrollan en el país, a diferencia de JB y JDE que realizan menor inversión.

Protección Jurídica.- No se observó algún beneficio diferenciado en este factor para una u otra empresa, la situación jurídica en el mercado de Bienes Memoriales y Servicios Funerarios está estandarizada o aplica en igualdad de circunstancia para todos los participantes del mercado, a pesar de tener mayor o menor participación de mercado dado por las regulaciones de mercado enmarcadas en igualdad de tratamiento jurídico para todas las empresas, motivo por el cual se calificó estándar este factor para las tres marcas.

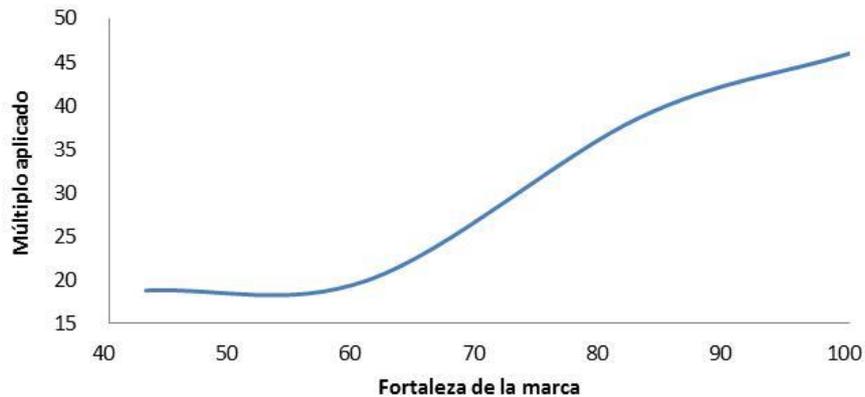
En el Tabla 4.3 se muestra la puntuación de las tres empresas que se desempeñan en la actividad de pompas fúnebres y actividades conexas en Ecuador, los mismos que han sido determinados por conocimiento previo de la industria según lo descrito anteriormente.

Tabla 4. 3 Fortaleza de la Marca PLP

	PUNTUACION MAXIMA	PLP	JB	JLE
Liderazgo	25	20	10	10
Estabilidad	15	15	12	7
Mercado Actual	10	8	6	4
Internacionalización	10	7	3	2
Adaptación /Tendencia	20	16	15	7
Apoyo/Inversión	15	12	10	8
Protección Jurídica	5	5	5	5
FORTALEZA DE LA MARCA	100	83	61	43

El múltiplo se obtiene de una curva como la que se presenta en la ilustración 4.2, cuyo valor máximo está por encima del promedio de la relación precio/utilidad de la empresa (PER, Price/earning ratio)⁷.

Ilustración 4. 2 Múltiplo vs Fortaleza de la Marca



Mediante la aplicación del método de Interbrand se ha determinado que el valor de la marca Panteones Los Paraísos es **USD 17,56 millones**.

**Tabla 4. 4 Valor de la Marca PLP según Interbrand
Millones USD**

	PLP
MÚLTIPLO	39
BENEFICIO DIFERENCIAL DE LA MARCA	\$ 0,45
VALOR DE LA MARCA	\$ 17,56

⁷ Considerando que Ecuador no cuenta con un mercado bursátil desarrollado que nos permita identificar precios y ganancias por acción, el PER de cada empresa y del mercado se calculó considerando el ratio Capital contable/Utilidad contable.

4.3. VALORACIÓN MARCARIA - MÉTODO DE DAMODARAN (RATIO DE CAPITALIZACIÓN SOBRE VENTAS)

En principio el método consiste en encontrar una prima de precio como la diferencia entre el precio de un producto con marca establecida y el de una empresa genérica o sin marca, multiplicar esta diferencia por las unidades vendidas del producto con marca, lo que da como resultado el valor de la marca. Sin embargo, este método presenta dos inconvenientes al momento de su implementación: por un lado es difícil encontrar empresas comparables y definir los precios de los productos con similares características y cuya única diferencia radique en la marca que una empresa posee y que la otra no; por otro lado está la limitante de multiplicar la prima de precio por las ventas del producto con marca de un solo período sin considerar los beneficios en ventas futuras que la marca generará. Entonces, lo apropiado sería proyectar las unidades que se venderán en el futuro y multiplicar por la prima de precio preestablecida determinando así los beneficios futuros provenientes de la explotación de la marca para luego encontrar el valor presente mediante la aplicación de una tasa de descuento.

Damodaran propone un modelo que se aproxima a lo antes descrito. Su modelo consiste en calcular los ratios de capitalización sobre ventas, esto implica valorar tanto a la empresa con marca como a la empresa genérica y aplicar para cada valoración el ratio de capitalización sobre las ventas actuales en unidades monetarias, la diferencia de estos ratios se debe multiplicar por las unidades vendidas del producto con marca, asumiendo que ambos productos inician con un mismo nivel de ventas y el resultado corresponde al valor de la marca.

Entonces, aplicando el método de Damodaran para valoración de la marca “Panteones Los Paraísos” se tiene la siguiente información:

Duración del período de alto crecimiento	10 años
Tasa impositiva integral	33,7%
Ratio de reinversión	60%
Costo ponderado del capital	13,77%
Costo real de la deuda	5,69%
Ventas iniciales	\$ 14,2 MM
Tasa de crecimiento durante horizonte de planeación	5,60%
Tasa de crecimiento post-horizonte de planeación	3,87%
Retorno sobre capital	9,33%

Para la valoración de la empresa sin marca, se asume que las ventas actuales son idénticas a las de Panteones Los Paraísos pero diferenciando la rentabilidad operativa después de impuestos.

La Tabla 4.5 muestra la valoración de la marca Panteones Los Paraísos según Damodaran⁸, con un valor de **USD 20,28 millones**.

**Tabla 4. 5 Valor de la Marca PLP según Damodaran
Millones USD**

	PLP	PLP (con márgenes genéricos)
Tasa de Impuesto =	33,70%	33,70%
Ventas actuales =	\$ 14,25	\$ 14,25
Capital Invertido (Valor en libros Deuda + Patrimonio)	\$ 60,95	\$ 60,95
Período de gran crecimiento		
Horizonte de proyección (n) =	10	10
Tasa de reinversión (como % of EBIT(1-t)) =	60%	60%
Margen operativo antes de Impuestos =	9,50%	3,96% ⁹
Ventas a razón de capital =	1,28	1,28
Retorno sobre capital (después de impuestos) =	9,33%	5,08% ¹⁰
Crecimiento (g) =	5,60%	3,05% ¹¹
WACC =	13,77%	13,77%
Costo de la deuda (después de impuestos) =	5,69%	5,69%
Ratio Deuda (D / (D + E)) =	5,90%	5,90%
Período de crecimiento estable		
Crecimiento en el período estable =	3,87%	3,87%
Retorno sobre capital en el período estable =	13,77%	13,77%
Tasa de reinversión en el período estable =	28,13%	28,13%
Costo de capital in el período estable =	20,42%	20,42%
Costo de la deuda (después de impuestos) =	5,69%	5,69%
Ratio Deuda (D / (D + E)) =	45,16%	45,16%
Valor de la empresa =	\$ 36,99	\$ 16,70
Valor de la marca =	\$ 20,28	

⁸ Modelo disponible en hoja de cálculo en Damodaran On Line
<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/?3e3ea140>

⁹ Margen Operativo antes de impuestos = EBIT empresa sin marca / Ventas de PLP (con márgenes genéricos)

¹⁰ Retorno sobre capital después de impuestos = Margen Operativo antes de Impuestos * Ventas a razón de capital

¹¹ Crecimiento = Tasa de reinversión * Retorno sobre capital después de impuestos

4.4. ANÁLISIS DE RESULTADOS

Los resultados obtenidos permiten observar cuánto aporta la marca en el valor de la empresa según el método que estemos aplicando, es decir, la participación del valor empresa que es atribuible al Brand Equity; así como el peso relativo de la marca dentro de la valoración de los activos intangibles o goodwill. En el Tabla 4.6 se muestran los indicadores de acuerdo a la aplicación de cada modelo de valoración.

**Tabla 4. 6 Participación de la Marca en la Valoración
Millones USD**

	INTERBRAND	DAMODARAN
VALOR EMPRESA	\$39,62	\$39,62
GOODWILL	\$21,77	\$21,77
VALOR MARCA	\$17,56	\$20,28
PARTICIPACIÓN DE LA MARCA EN EL VALOR EMPRESA	44,32%	51,19%
PARTICIPACIÓN DE LA MARCA EN EL GOODWILL	80,64%	93,14%

Como se puede observar, los resultados son convergentes, con diferencias menores, lo cual se puede explicar dado que el modelo de Interbrand se profundiza en identificar o cuantificar la fortaleza de la Marca para su valoración mientras que Damodaran no cuantifica la fortaleza y asume que los años del periodo de planificación es una variable que no se ajusta a ningún tipo de cambio en la marca, generando una distorsión. Por lo que un ajuste aplicado a los años del horizonte de planificación en función de la fortaleza de la marca sería un mecanismo apropiado para salvar las diferencias que se presentan entre ambos métodos de valoración.

5. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Este trabajo se desarrolló con la finalidad de determinar el aporte del valor de la marca en el valor de la empresa en el negocio de venta de Bienes Memoriales, Servicios Exequiales y de Inhumación con el nombre comercial PANTEONES LOS PARAÍOS.

Mediante la aplicación del método de los Flujos de Fondos Descontados se determinó que al cierre del 2014, el valor integral del negocio es de USD 39,62 millones. A partir de esta valoración y restando las inversiones en deuda a valor de mercado y el patrimonio contable, se obtuvo la estimación del valor de los intangibles o Good Will de la empresa en USD 21,77 millones. Posteriormente, mediante la aplicación de los métodos de valoración marcaria propuesto por Interbrand se obtuvo que el valor de la marca PLP es de USD 17,56 millones; mientras que con el modelo de Damodaran la marca alcanza un estimado de USD 20,28 millones.

Cumpliendo con el objetivo de este trabajo se concluye que la marca PANTEONES LOS PARAÍOS, tiene una influencia fuerte sobre la generación de beneficios futuros para los accionistas al representar entre un 44 y 51% de la valoración integral del negocio y entre un 80 y 93% del total de los intangibles que la empresa posee.

Cabe mencionar que el desarrollo del trabajo presentó dos limitaciones en la valoración marcaria: en el modelo propuesto por Interbrand, las calificaciones de cada factor de evaluación que establece el puntaje de la Fortaleza de la marca fueron determinados bajo un razonamiento del conocimiento del negocio por parte de los investigadores dada la ausencia de información de mercado; mientras que en la aplicación del modelo de Damodaran algunos datos de la empresa genérica fueron establecidos a partir de los datos de PLP, no así las variables críticas o determinantes para el cálculo de la valoración de la empresa sin marca.

No obstante, el valor obtenido sirve de referencia a los accionistas de la compañía para cuando se realicen transacciones financieras que involucren la marca dentro de las negociaciones, tales como: venta de la empresa, franquicias otorgadas a terceros, usufructos en garantía, litigios legales por uso no autorizado, entre otros.

Finalmente, para futuras investigaciones se sugiere profundizar en la aplicación de los métodos presentados cubriendo las limitaciones mencionadas así como el uso de otras metodologías aplicadas a casos prácticos que permitan acrecentar las fuentes referenciales de métodos de aplicación para valorar marcas en Ecuador.

REFERENCIAS

ACCID. (2009). **Valoración de Empresas Bases Conceptuales y Aplicaciones Prácticas**. Barcelona: Profit Editorial.

Álvarez, R., García, K., & Borraez, A. (2006). **Las Razones para Valorar una Empresa y los Métodos Empleados**. Semestre Económico, 59-83.

Arboleda, M (2014). **100 marcas en la mente del consumidor ecuatoriano 2014**. BrandEc. brandingec.blogspot.com

Banco Mundial. (2015). **Informe Anual 2014**

Banz, R. (1981). **The Relationship between Return and Market**. *Journal of Financial Economics*.

Cabezas, C. A. (2013). **¿Para qué es necesario valorar una marca en el mercado y cómo se lo hace?** Revista Jurídica AEXPI-UCSG

Damodaran, A. (2012). **Investment Valuation**.

Damodaran. (2015). **Beta, Unlevered Beta and other Risk Measures**. *Emerging Markets*. http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html

Damodaran. (2015). **Historical Returns: Stocks, T.Bonds & T.Bills with Premiums**. http://www.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html

DataMarket. **J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index (EMBI+)**.

Ecuador. Banco Central del Ecuador. (2014). **Evolución del Volumen de Crédito y Tasas de Interés - Diciembre 2014**.

Ecuador. Banco Central del Ecuador. (2015). **Estadísticas Macroeconómicas - Presentación Coyuntural Enero 2015**.

Ecuador. Banco Central del Ecuador. (2015). **Reporte Mensual de Inflación - Diciembre 2014**.

Fama, E., & French, K. (1992). **The Cross-Section of Expected Stock**. *Journal of Finance*.

Fernández, P. (2013). **Valoración de Empresas y Sensatez**. University of Navarra - IESE Business School.

Fernández, P. (2013). **Valoración de Marcas e Intangibles**. University of Navarra - IESE Business School.

Fernández, P. (2013). **Valoración de Opciones Reales: Dificultades, Problemas y Errores**. IESE Business School. Universidad de Navarra.

García, M. (2000). **La Valoración Financiera de las Marcas: Una Revisión de los Principales Métodos Utilizados**. Investigaciones Europeas de Dirección de la Empresa.

García, P. (2008). **El método de Valoración por Múltiplos**. Colección Finanzas.

Ibbotson, R., Chen, Z., Kim, D., & Hu, W. (2013). **Liquidity as an Investment Style**. Financial Analysts Journal.

Ibbotson (2011). **Risk Premia Over Time Report Estimates for 1926 – 2010**.

Investing.com <http://es.investing.com/rates-bonds/u.s.-10-year-bond-yield-historical-data>

Klein, N. (2000). **“NO LOGO” El Poder de las Marcas**. Toronto, Canadá: Editorial Paidós SAICF.

Macías, W. (2012). **La Importancia de la Valoración de Marca**. Fen Opina Online.

Murphy, J. M. (1992). **Branding: A Key Marketing Tool**. London, Macmillan.

Parra, A. (2013). **Valoración de Empresas: Métodos de Valoración**.

PricewaterhouseCoopers. (2011). **Marcas: Un Valor Creciente**. Venezuela: Espiñeira, Sheldon y Asociados.

Ribeiro, R. (2010). **Valuación de Empresa, Fundamentos y Práctica en Mercados Emergentes**. Montevideo.

Ross, S., Westerfield, R., & Jaffe, J. (2012). **Finanzas Corporativas**.

Salinas, G. (2009). **The International Brand Valuation Manual**. United Kingdom: John Wiley & Sons Ltd.

Titman, S., & Martin, J. (2009). **Valoración el Arte y la Ciencia de las Decisiones de Inversión Corporativa.** Pearson Education.