



**ESCUELA SUPERIOR
POLITÉCNICA DEL LITORAL**

FACULTAD DE CIENCIAS SOCIALES Y HUMANÍSTICAS

**“Determinación del valor financiero de la marca comercial
Starbucks sobre el valor total de la compañía para el año 2018”**

Proyecto de titulación

Previa a la obtención del título:

Magíster en Finanzas

Presentado por:

Ramón Cuesta Bloch

David Camacho Trujillo

Guayaquil – Ecuador

2020

DEDICATORIA

Dedico este trabajo a mis hijos Ramón Ignacio, Alberto Andrés, y Diana María.

Ramón Cuesta Bloch

DEDICATORIA

Con gran cariño a mis abuelos Gustavo Trujillo y Francia Endara.

David Camacho Trujillo

AGRADECIMIENTO

A toda mi familia por su apoyo incondicional. Y a mis amigos, en especial a David Camacho y Washington Macías por su dedicación y apoyo.

Ramón Cuesta Bloch

AGRADECIMIENTO

A mis padres, que me motivaron a especializarme.

A Hildany Fajardo, por apoyarme en que terminara el documento.

A Ramón Cuesta, por el tiempo y dedicación entregada.

A Washington Macías, por guiarnos en este tema que excede lo aprendido en clases.

David Camacho Trujillo

COMITÉ DE EVALUACIÓN



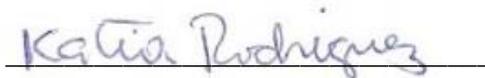
Ph.D. Washington Macías

Tutor del Proyecto



M.Sc. Álvaro Moreno

Evaluador 1



Ph.D. Katia Rodríguez

Evaluador 2

DECLARACIÓN EXPRESA

“La responsabilidad del contenido de este Trabajo de Titulación, corresponde exclusivamente al autor, y al patrimonio intelectual de la misma **ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL**”

A handwritten signature in blue ink, reading "Ramón Cuesta Bloch" with a small "F." below the name.

Eco. Ramón Cuesta Bloch

A handwritten signature in blue ink, reading "David Camacho Trujillo".

Eco. David Camacho Trujillo

ÍNDICE GENERAL

1	INTRODUCCIÓN	7
1.1	ANTECEDENTES DEL ESTUDIO.....	7
1.2	PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	7
1.3	JUSTIFICACIÓN.....	9
1.4	OBJETIVOS	9
1.4.1	OBJETIVO GENERAL	9
1.4.2	OBJETIVOS ESPECIFICOS	9
2	REVISIÓN DE LITERATURA	10
2.1	ACTIVO INTANGIBLE.....	10
2.1.1	CARACTERISTICAS.....	10
2.2	LA MARCA.....	11
2.3	PRECIO	12
2.4	VALOR.....	13
2.5	CONTEXTO NORMATIVO PARA LA VALORACIÓN DE LA MARCA	14
2.6	MODELOS DE VALORACIÓN FINANCIERA DE EMPRESAS	15
2.6.1	METODOS BASADOS EN EL BALANCE (VALOR PATRIMONIAL)	16
2.6.2	MÉTODOS BASADOS EN CUENTA DE RESULTADOS	17
2.6.3	MÉTODOS BASADOS EN DESCUENTO DE FLUJOS DE FONDOS	20
2.7	PRINCIPALES VENTAJAS DE LOS MODELOS DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO	23
2.8	PROPOSITOS DE LA VALORACIÓN DE EMPRESAS	23
2.9	MODELOS DE VALORACIÓN FINANCIERA DE MARCAS.....	24
2.9.1	MODELO DE BRANDIENT.....	24
2.9.2	MODELO BRAND FINANCE	25
2.9.3	MODELO DE VALORACIÓN DE DAMODARAN	26

2.9.4 MODELO DE INTERBRAND	27
2.9.5 MODELO BASADO EN PRECIO DE LAS ACCIONES	27
2.9.6 MODELO DE PRECIOS PRIMADOS	28
2.9.7 MODELO AHORRO DE REGALÍAS (ROYALTY RELIEF)	29
2.10 PRINCIPALES VENTAJAS DE APLICAR EL MODELO DE REGALÍAS	31
3. METODOLOGÍA	31
3.1 DESARROLLO METODOLÓGICO	31
3.1.1 VALORACIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA	31
3.1.2 VALORACIÓN FINANCIERA DE LA MARCA	40
4. ANÁLISIS DE RESULTADOS	44
5. ARGUMENTO ADICIONAL	45
6. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	46
7. BIBLIOGRAFÍA	47

RESUMEN

En los últimos años, los procesos para la determinación del valor financiero empresarial se han convertido en actividades relevantes y de gran importancia para sus gestores, dado el impacto sobre la creación de valor a consecuencia de sus decisiones, dando paso a la construcción de modelos para la evaluación periódica de su gestión empresarial. En paralelo la necesidad de tener mayores argumentos de valor ha despertado interés en estrecha relación al desarrollo de la tecnología de información, este avance ha hecho que los sistemas de valoración se enfrenten a nuevos retos, entre ellos la inclusión de procedimientos de valoración adicionales como la incorporación del valor de marca comercial de una empresa. En este estudio se aplican dos metodologías reconocidas y mundialmente aceptadas para resolver la inquietud de conocer el valor de una marca comercial y su representatividad sobre el valor total de la empresa en función de su rentabilidad y riesgo y en concordancia a los principios y procedimientos de la norma ISO 10668. El estudio inicia por el recorrido de las principales metodologías que permiten obtener ambos resultados, reconociendo las ventajas de aplicar el método de flujo de caja libre para valorar la empresa y el modelo de ahorro de regalías para la marca. Luego se establecen supuestos para el pronóstico de las variables requeridas en la construcción de estados financieros proyectados utilizados en la valoración mediante análisis estadístico y de series de tiempo. En lo posterior se obtienen los componentes que relacionan el riesgo y la rentabilidad en contexto de la valoración para cada metodología esto es: para la empresa, la tasa de descuento mediante la construcción del modelo de valoración de activos de capital (CAPM) y el coste promedio ponderado de capital (WACC) y para la marca, la tasa de regalías y la tasa de descuento realizando una interpolación entre el riesgo del sector versus la fuerza de su marca, donde al final se demuestra que el valor del intangible representa aproximadamente el 36% sobre el valor de la empresa y es el 232% con respecto al total de activos productivos de balance en la empresa para el año 2018. Siendo este estudio un soporte para que empresas del sector, entre otros, formen una opinión experta sobre la dimensión de sus intangibles no detectados en cuentas de balance.

INDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1: Modelos de valoración de Empresas	15
Ilustración 2: Propósitos de la Valoración de Empresas	23
Ilustración 3: Valoración de Marca mediante el modelo de Ahorro de Regalías	30
Ilustración 4: Modelo de Series de tiempo MA(0,2,1) Ventas netas.....	32
Ilustración 5: Resultado Gráfico pronóstico de ventas netas	33
Ilustración 6: Tasa de variación anual ventas netas	35
Ilustración 7: Estado de Resultados Proyectado	35
Ilustración 8: Valoración Financiera de la Empresa (2018).....	40
Ilustración 9: Tasa de regalías por Sector vs Márgenes de beneficio Bruto por industria KPMG 2012	41
Ilustración 10: Valoración Financiera de la Marca (2018)	44

ABREVIATURAS

ISO	International Organization for Standardization
NIC	Normas internacionales de contabilidad
PER	Price Earnings Ratio
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
NOPLAT	Net Operating Profit After Taxes
WACC	Weighted Average Cost of Capital
CAPM	Capital Asset Pricing Model
SBUX	Starbucks
BSI	Brand Strength Index
PIB	Producto Interno Bruto

1 INTRODUCCIÓN

1.1 ANTECEDENTES DEL ESTUDIO

Si bien en Ecuador es poco común valorar una marca y compararla con el valor del negocio, es importante demostrar que tales cálculos ayudan a los accionistas a tener una mejor perspectiva de su situación financiera, ya que estos análisis normalmente no se reflejan en los estados financieros.

1.2 PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

Para efectos de estudio, se determina calcular el valor financiero de la marca comercial de la compañía multinacional Starbucks y su participación dentro del valor total de la empresa.

Con 48 años de trayectoria como operador dentro el sector alimenticio a nivel mundial, tiene alrededor de 30,000 locales y presencia en más de 60 países, siendo así el principal tostador y minorista de especialidades de café del mundo.

Desde el inicio, su propuesta no solo contemplaba honrarse de la calidad del café y tradición, sino, también en crear sensaciones de conexión entre el producto y el cliente. Buscan crear una experiencia.

Con un portafolio de productos diversificado, Starbucks cuenta con más de 30 mezclas y cafés de arábica Premium, bebidas artesanales, batidos, té, alimentos frescos, pasteles, sándwiches, entre otros.

El valor agregado y diferencial que ofrece dentro de sus productos, se sustenta en la innovación y calidad como requisitos mínimos para servir el mejor café del mundo y para llevar la tarea a cabo, todos los cultivos se realizan bajo los más altos estándares de calidad por medio de las mejores prácticas de abastecimiento y fomentando la relación empresa proveedor. Como ejemplo, los encargados de abastecimiento se apersonan en las fincas, asegurando que los procedimientos y calidad sean los adecuados.

Los activos intangibles, como la marca comercial, han despertado interés en los últimos años, en estrecha relación al desarrollo de la tecnología de la información, y esta evolución ha hecho que los sistemas de valoración tradicionales se enfrenten a otra realidad.

Uno de los activos intangibles más relevantes para una compañía es su marca comercial, debido a su trayectoria y reconocimiento por parte del consumidor (Seetharaman, 2001).

Por ejemplo, estimaciones muestran que el ratio entre el valor de una marca y la capitalización de mercado de la compañía es, en promedio, el 20%, habiendo sectores como el de servicios en donde este porcentaje puede llegar hasta cerca del 45% (Knowles, 2017).

La creación de marcas sólidas constituyen una línea prioritaria para las empresas (Homs, 2004), lo que vuelve más atractivo estudiar la influencia de la marca como parte elemental y vital del valor financiero total de la empresa.

El proceso y el valor financiero de una empresa es una actividad de gran relevancia en el contexto económico actual. Conocer su valor es importante para los gestores, ya que de esta forma pueden observar el impacto que sus decisiones tienen sobre la creación de valor, pudiendo establecer un modelo de evaluación de su propia gestión empresarial. Por otro lado, el conocimiento del valor es relevante para accionistas e inversores, ya que así pueden abordar de forma más adecuada determinadas operaciones societarias, como ampliaciones de capital, fusiones, adquisiciones, ofertas públicas de valores, financiación de inversiones, entre otras. Por último, el conocimiento del valor de las empresas es fundamental en los casos de herencias como donaciones, entre otros (Áznar, Cervelló, & García, 2011)

Con el desarrollo de los mercados y el avance tecnológico en el procesamiento de la información, aparecen algunas razones que justifican qué tan importante puede ser determinar el valor aproximado de un negocio o inversión (Valverde & Villacís, 2014), de las cuáles se pueden enlistar las más comunes tales como, la compra-venta de un negocio en marcha, búsqueda de un nuevo financiamiento, la posibilidad de fusión con otra empresa, cambios en la planeación estratégica, entre otros.

A efectos de estudio se requiere determinar en qué proporción el valor financiero total de la compañía Starbucks es influenciada por el beneficio económico atribuible a la marca comercial.

1.3 JUSTIFICACIÓN

El presente estudio muestra la participación del valor económico atribuido a una marca comercial dentro del valor total de la empresa, por medio de una metodología alineada con las normas internacionales ISO 10668:2010. El trabajo servirá de ejemplo para que empresas del sector, entre otros, formen una opinión experta a la hora de tomar decisiones.

1.4 OBJETIVOS

1.4.1 OBJETIVO GENERAL

Determinar la participación del valor comercial de la marca dentro del valor total de la empresa mediante las metodologías: Flujo de Caja descontado y Ahorro de regalías.

1.4.2 OBJETIVOS ESPECIFICOS

- Recorrer las principales metodologías para efectos de estudio.
- Identificar las principales ventajas de aplicar los métodos de Flujo de caja descontado y Ahorro de regalías.
- Obtener a un horizonte de 5 años, los estados de flujo de efectivo proyectados y los indicadores de valoración para la marca y la empresa.
- Determinar la participación del valor económico de la marca con respecto al valor financiero de la empresa.

2 REVISIÓN DE LITERATURA

2.1 ACTIVO INTANGIBLE

Los activos intangibles, también denominados como capital intelectual o de conocimiento, son el conjunto de bienes inmateriales, representados en derechos, privilegios o ventajas de competencia que son valiosos para la organización porque contribuyen al incremento en ingresos o utilidades por medio de su utilización en la organización, sin embargo, al no poseer un soporte físico, se hace muy compleja su identificación y valoración. (Vargas, 2000; Sosa, 2002)

De acuerdo a lo indicado por la NIC 38, un activo para ser reconocido como intangible, debe cumplir con las siguientes definiciones identificabilidad, control sobre el recurso, y existencia de beneficios económico futuros, ejemplos comunes que se pueden mencionar: programas informáticos, patentes, derechos de autor, películas, listas de clientes, derechos por servicios hipotecarios, franquicias, relaciones comerciales con clientes o proveedores, derechos de comercialización, entre otros.

2.1.1 CARACTERÍSTICAS

2.1.1.1 IDENTIFICABILIDAD

Para que un activo pueda ser distinguido de la plusvalía, debe ser identificable. la Norma Internacional de Contabilidad # 38, en su párrafo 12, indica: Un activo es identificable si: (a) es separable, es decir, es susceptible de ser separado o escindido de la entidad y vendido, transferido, dado en explotación, arrendado o intercambiado, ya sea individualmente o junto con un contrato, activo identificable o pasivo con los que guarde relación, independientemente de que la entidad tenga la intención de llevar a cabo la separación; o (b) surge de derechos contractuales o de otros derechos de tipo legal, con independencia de que esos derechos sean transferibles o separables de la entidad o de otros derechos y obligaciones.

2.1.1.2 CONTROL

Siempre que la entidad tenga determinado control sobre la obtención de los beneficios económicos futuros que procedan de los recursos y del mismo modo pueda restringir dichos beneficios de terceros, se asumirá que una entidad tiene control sobre un determinado activo.

La NIC # 38 en su párrafo 14 y 15, menciona que al hablar de conocimientos técnicos, así como los de mercado, podemos decir que estos pueden dar lugar a la obtención de beneficios económicos futuros; por cual, se entenderá que una empresa controlará dichos beneficios, si los tiene protegidos por derechos legales, ya sea esta la protección de la propiedad intelectual, derechos de copia, restricción de acuerdos comerciales o una obligación legal de los empleados de mantener la confidencialidad.

2.1.1.3 BENEFICIOS ECONÓMICOS FUTUROS

Según la NIC #38, dentro del párrafo 17, entre los beneficios económicos futuros procedentes de un activo intangible se incluyen los ingresos de actividades ordinarias procedentes de la venta de productos o servicios, los ahorros de costo y otros rendimientos diferentes que se deriven del uso del activo por parte de la entidad. Por ejemplo, el uso de la propiedad intelectual dentro del proceso de producción puede reducir los costos de producción futuros, en lugar de aumentar los ingresos de actividades ordinarias futuros.

2.2. LA MARCA

Es importante definir y expresar lo que se entiende por la marca, para lo cual recogemos la definición de varios expertos:

Según Lamb et al. (2002), una marca "es un nombre, término, símbolo, diseño o combinación de éstos elementos que identifica los productos de un vendedor y los distingue de los productos de la competencia". Complementando esta definición, los mencionados autores señalan además que "un nombre de marca es aquella parte de una marca que es

posible expresar de manera oral e incluye letras (GM, YMCA), palabras (Chevrolet) y números (WD-40, 7-Eleven)"

Para Richard (2002), una marca es un nombre, término, signo, símbolo, diseño o combinación de los mismos, que identifica a los productos y servicios y ayuda a diferenciarlos como pertenecientes a un mismo proveedor; por ejemplo, Honda o Ford, o a un grupo de proveedores, como el Comité Nacional de Promoción de Procesamiento de Leche Líquida (National Fluid Milk Processor Promotion Board). Las marcas pueden ser locales, nacionales, regionales o de alcance mundial.

Laura Fischer y Jorge Espejo (2004) definen la marca como "un nombre, término simbólico o diseño que sirve para identificar los productos o servicios de un vendedor o grupo de vendedores, y para diferenciarlos de los productos de los competidores".

Por su parte Philip Kotler (2002) considera que "ya sea que se trate de un nombre, una marca comercial, un logotipo u otro símbolo, una marca es en esencia la promesa de una parte vendedora de proporcionar, de forma consistente a los compradores, un conjunto específico de características, beneficios y servicios"

2.3 PRECIO

El precio puede definirse como una relación que indica la cantidad de dinero necesaria para adquirir una cantidad dada de un bien o de un servicio. Aunque, de hecho, en el precio existe una doble perspectiva que rebasa la anterior definición formal:

- El precio, para el vendedor, es un elemento o componente crítico. El resultado económico para alguien que vende un bien o un servicio es fundamental, y también es una prueba de su mayor o menor capacidad competitiva.

- Para el comprador, se considera que el precio final que se haya pagado en una transacción de compra-venta tiene un fuerte contenido psicológico (Belío & Sainz, 2007).

2.4 VALOR

Se debe observar que la palabra "valor" tiene dos significados diferentes: algunas veces significa la utilidad de un objeto particular, y otras significa la facultad que otorga la posesión de este objeto de comprar otras mercancías. Al primero se le puede llamar valor de uso, y al segundo, valor de cambio. (Jimena, 2003)

El proceso de valoración de una empresa tiene como objetivo la determinación del valor de la misma, la cual sirve de referente para la fijación del precio acordado en una operación de compra o de venta, por tal razón es muy necesario resaltar que en las decisiones organizacionales son muy importantes antes determinar su valor. De allí que la valoración constituye para el comprador como para el vendedor un proceso fundamental y determinante para obtener el resultado final de la operación, porque finalmente este será el precio acordado en la negociación, pero a su vez también el precio estará condicionado por el valor que la empresa tenga para ambas partes, mientras que el precio finalmente acordado para la compraventa de la empresa será único que existirán tantos valores de la empresa como personas interesadas en la valoración de la misma. (García S. y Montes L, 2018)

“La razón de ser de la valoración, es la inexistencia de un mercado de empresas capaz de facilitar un valor por consenso entre los agentes económicos, tal como ocurre en el caso de las sociedades que cotizan en las Bolsas de Valores” (Aguilar, 2012).

Una vez expresados los conceptos de precio y de valor es importante entender la diferencia entre esos dos conceptos en el contexto de la valoración financiera.

La valoración financiera de empresas se ha asociado con el proceso para determinar un rango de valores objetivo que contempla el precio de negociación total o parcial para una empresa en marcha, con el propósito de que los propietarios o interesados utilicen esa información al momento de negociar o tomar decisiones. (Tovar & Muñoz, 2018)

La gestión financiera, como área de la administración, se ocupa de lo concerniente a la creación de valor de las organizaciones y de las decisiones monetarias a corto (operativas), mediano y largo plazo (de capital) que toman las mismas y el gerente o gestor deberá rendir cuentas por los resultados que obtenga al gestionar dicho dinero. (Tovar & Muñoz, 2018)

2.5 CONTEXTO NORMATIVO PARA LA VALORACIÓN DE LA MARCA

En el año 2010 entró en vigencia una Norma Internacional que regula la Valoración Económica de las marcas. La norma establece los principios básicos para realizar una valoración de marca con objetivos legales, de marketing, gestión y sobre todo financieros.

La ISO 10668 "Brand valuation — Requirements for monetary brand valuation" consiste en un gran avance en el contexto de valoración de marcas ya que establece los requisitos básicos que tienen que cumplir los proveedores de valorización, relacionados con trabajos de tipo financiero, fiscal, contable y de estrategias de marketing.

La norma opta como base tres aspectos relevantes ante una valoración, el Análisis financiero, legal y de comportamiento.

Según la norma, para que la marca obtenga un valor monetario y pueda servir como objeto económico en una operación de inversión o en una transacción de adquisición, se referencian tres aspectos diferentes:

1. Beneficios: Considera a la marca, como el valor actual de los beneficios económicos esperados que serán atribuibles a ella durante su vida útil. Este aspecto recoge diversos métodos entre los que mencionaremos:

- a) Precio primado/ Premium de volúmenes
- b) Income-Split (Separación de beneficios)
- c) Royalties

En cuanto al aspecto de valorar mediante estimaciones o proyecciones de ingresos que se encuentren asociados a la marca se destaca el método de Royalties Relief (RR)

2. Enfoque de Mercado: El enfoque utiliza como insumo transacciones de compra-venta de marcas / patentes que se hayan efectuado en el mercado a fin de realizar comparaciones, lo que en la mayoría de ocasiones resulta complejo de adquirir por la facilidad de acceso a la información y el dinamismo de las operaciones en el mercado.

3. Enfoque-Coste: Tiene como enfoque estimar el valor, mediante la recreación de todo lo que se tuvo que invertir en el nacimiento y desarrollo de la marca. El enfoque es viable cuando la marca tiene pocos meses de vida y no pueda divisarse con facilidad los beneficios futuros. Como ejemplos, costo de su desarrollo y creación (I+D) más su protección, costo de replicar la innovación o investigación realizada.

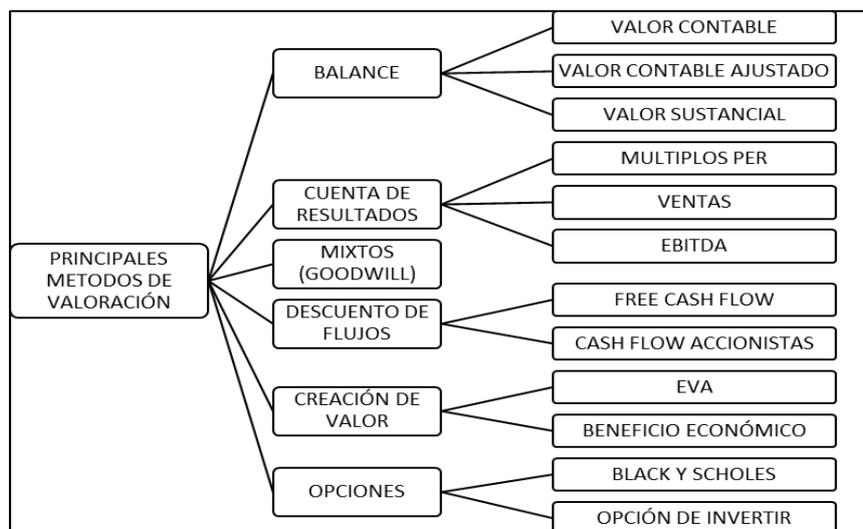
2.6 MODELOS DE VALORACIÓN FINANCIERA DE EMPRESAS

La cuantificación de un valor monetario para empresas, es una práctica de sentido común que requiere ciertos conocimientos técnicos y que mejora con la práctica continua. Tanto el sentido común, como los conocimientos técnicos son necesarios para no perder de vista lo que se está haciendo, el por qué se está haciendo la valoración de determinada manera y además, para qué y para quién se está haciendo la valoración (Fernandez, 2008)(Valverde & Villacís, 2014).

Casi todos los errores en valoración se deben a no contestar adecuadamente a alguna de estas preguntas, esto es, a falta de conocimientos o a falta de sentido común (o a la falta de ambos) (Fernandez, 2008).

Los métodos de valoración se pueden clasificar en seis grupos:

Ilustración 1: Modelos de valoración de Empresas



Fuente: IESE, Universidad de Navarra, Métodos de Valoración de Empresas (Nov /2008)

Elaboración: Autores

2.6.1 METODOS BASADOS EN EL BALANCE (VALOR PATRIMONIAL)

Estas diferentes metodologías, nos entregan el valor de un negocio mediante la estimación y / o predicción de su patrimonio, son tradicionales y buscan el valor dentro de las cuentas de balance, en el activo principalmente. A consecuencia, los métodos no son dinámicos ni utilizan insumos como la evolución o perspectiva de la compañía, entre otros que los estados financieros contables no recogen.

2.6.1.1 VALOR CONTABLE

El valor de la empresa es lo que figura en cuentas de balance, patrimonio, capital y reservas, al igual que la resta entre el total de activos menos los pasivos de exigibilidad

Este valor tiene el problema de su propia definición: la contabilidad nos relata una versión de la historia de la empresa (los criterios contables están sujetos a mucha subjetividad), mientras que los valores de los títulos de renta variable depende de las expectativas. Por ello, prácticamente nunca el valor contable coincide con el valor “de mercado”. (Fernandez, 2008)

2.6.1.2 VALOR CONTABLE AJUSTADO

El método difiere del contable en cuanto los activos y pasivos se ajustan al valor del mercado, de tal suerte se obtiene el valor del patrimonio neto ajustado, como ejemplo tenemos cuentas del pasivo como proveedores, instituciones financieras, del activo: inventarios, activos fijos a valor de mercado.

2.6.1.3 VALOR DE LIQUIDACIÓN

Esta metodología concibe el valor de la empresa como resultado de un proceso de liquidación, es decir, que se proceda a enajenar sus activos como cancelar las deudas. Este valor se computa restando del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación del negocio

(indemnizaciones a empleados, gastos fiscales y otros gastos propios de la liquidación). (Fernandez, 2008)

Este método muestra su debilidad ante un suceso específico que es la venta por liquidación mostrando un valor de empresa mínimo, ya que el enfoque de transacción difiere del supuesto de continuidad donde el valor de la empresa es superior al de liquidación.

2.6.2 MÉTODOS BASADOS EN CUENTA DE RESULTADOS

Este tipo de metodologías determinan el valor de la empresa en función de los beneficios producidos dado una serie de inputs como la venta, entre otros indicadores, por ejemplo, es frecuente hacer valoraciones rápidas de empresas cementeras multiplicando su capacidad productiva anual (o sus ventas) en unidades, multiplicadas por un coeficiente. (Fernandez, 2008)

2.6.2.1 VALOR DE LOS BENEFICIOS (PER¹)

Esta metodología considera que el valor de las acciones para una empresa, es el resultado de multiplicar su beneficio neto anual por un coeficiente PER. Este coeficiente nos indica que a mayor valor de este indicador, la empresa rentabiliza mucho más por acción y viceversa.

$$\text{Valor de las acciones} = \text{PER} * \text{Beneficio}$$

2.6.2.2 VALOR DE LOS DIVIDENDOS

El valor del dividendo constituye el beneficio percibido por un inversionista. esta metodología indica que el valor de la acción es igual a la relación de dicho dividendo sobre la rentabilidad exigida por el accionista, esta rentabilidad o también conocido costo de recursos propios, es el valor en términos porcentuales que el inversionista espera obtener para sentirse remunerado. La expresión matemática de lo antes mencionado es:

¹ PER (Price Earnings Ratio) Indica el múltiplo del beneficio por acción que se paga en la bolsa

$$\text{Valor acción} = \frac{D}{Ke}$$

D = Dividendo

Ke = Rentabilidad exigida a las acciones

Si esperamos que el dividendo crezca indefinidamente a un ritmo anual sin cambios, la fórmula anterior se transforma en la siguiente ecuación:

$$\text{Valor acción} = \frac{D}{(Ke - g)}$$

G = Tasa de crecimiento anual constante

Los resultados obtenidos de manera empírica muestran que los negocios que pagan más dividendos (como porcentaje de sus beneficios) no reciben como consecuencia de ello un mayor valor en la cotización de sus títulos valor de renta variable tranzados en Bolsa de Valores. Esto se debe, a que cuando ésta reparte más dividendos, normalmente ralentiza su crecimiento, porque entrega el dinero a sus accionistas en lugar de reinvertirlo en el negocio. (Fernandez, 2008)

2.6.2.3 MÚLTIPLO DE LAS VENTAS

Siendo éste un método utilizado en ciertos sectores económicos con habitualidad, consiste en encontrar el valor de la empresa mediante la multiplicación del valor anual de las ventas por un coeficiente cuyo cálculo es el siguiente:

$$\frac{\text{Precio}}{\text{Ventas}} = \frac{\text{Precio}}{\text{Beneficio}} * \frac{\text{Beneficio}}{\text{Ventas}}$$

La primera ratio (Precio / Beneficio) es el PER, y la segunda (Beneficio / Ventas) la rentabilidad sobre ventas

2.6.2.4 MÉTODOS MIXTOS, BASADOS EN EL FONDO DE COMERCIO

Un fondo de comercio, es un valor que posee la empresa que supera el valor registrado contablemente, sin embargo, éste fondo da una ventaja con respecto a otras

instituciones del sector ejemplo, liderazgo en el sector, alianzas estratégicas, calidad de su cartera, entre otras, por lo tanto es un valor añadido al activo neto al momento de efectuar una valoración. No existe unanimidad metodológica para su cálculo y algunas maneras de valorar el fondo de comercio se prestan para diferentes procedimientos de valoración.

A grandes rasgos, se trata de metodologías en las que su objetivo es la de encontrar el valor de la empresa a través de la predicción del valor conjunto de su patrimonio incluyendo además la estimación de un valor de sus beneficios futuros: inician con la valoración de los activos de la empresa y luego le suman un valor relacionado con los beneficios futuros. (Fernandez, 2008)

Método de valoración "clásico"

$$V = A + (n * B) \text{ para empresas industriales}$$

$$V = A + (z * F) \text{ para el comercio minorista}$$

Donde:

A = valor del activo neto

n = coeficiente comprendido entre 1,5 y 3

F = facturación

B = beneficio neto

z = porcentaje de la cifra de ventas.

Método simplificado de la "renta abreviada del goodwill" o método de la unión de expertos contables simplificado

$$V = A + an(B - iA)$$

Donde:

A = activo neto corregido

an = valor actual, a un tipo t, de n anualidades unitarias, con n entre 5 y 8 años

B = beneficio neto del último año o el previsto para el año próximo

i = rentabilidad de una inversión alternativa.

an*(B - iA) = fondo de comercio o goodwill.

(B - iA) se suele denominar ¡superbeneficio!

2.6.3 MÉTODOS BASADOS EN DESCUENTO DE FLUJOS DE FONDOS

Los métodos mixtos descritos han sido muy utilizados en el pasado. Sin embargo, cada vez se emplean menos y se puede decir que en la actualidad, en general, se utiliza a este método de descuento de los flujos de fondos porque es el único método de valoración que es correcto de manera conceptual (Fernandez, 2008).

Estos métodos consideran a la empresa, suponiendo su continuidad, como un ente generador de flujos futuros y estiman que el valor de la empresa en la actualidad, es el resultado de descontar dichos flujos a una tasa apropiada que pueda asociar los riesgos de los fondos en cuestión.

Estos métodos utilizan y pronostican de forma detallada las partidas de los estados financieros vinculados con la generación de efectivo, como por ejemplo, cobro de efectivo, mano de obra, gastos de ventas y administrativos, entre otros

En la valoración basada en el descuento de flujos se define una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos. Encontrar o estimar la tasa de descuento es uno de los puntos más importantes. Se lo hace teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas y, en la práctica, muchas veces el tipo de descuento mínimo lo definen los interesados: compradores o vendedores no dispuestos a invertir o a vender por menos de una rentabilidad específica (Fernandez, 2008).

2.6.3.1 MÉTODO GENERAL PARA EL DESCUENTO DE FLUJOS

Los distintos métodos basados en el descuento de flujos de fondos parten de la expresión:

$$V = \frac{cf1}{1+k} + \frac{cf2}{(1+k)^2} + \frac{cf3}{(1+k)^3} + \frac{(cfn + VRn)}{(1+k)^n}$$

CF_i = flujo de fondos generado por la empresa en el período i;

VR_n = valor residual de la empresa en el año n;

K = tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos.

Los flujos futuros según la fórmula descrita al considerar un Valor residual, captura el efecto de continuidad de la empresa. Esta consideración supone un procedimiento que dependerá de cada caso en particular, por ejemplo si se supone que la empresa crecerá de forma constante la fórmula aplicar para el valor residual será la siguiente:

$$Vrn = \frac{Cfn(1 + g)}{(k - g)}$$

Donde g= Tasa de crecimiento constante

Según Fernandez (2008), a pesar de que los negocios pueden tener flujos con una duración indeterminada, puede ser entendible despreciar su valor a partir de un determinado período, porque su valor actual es menor cuanto más lejano es. Por otro lado, la ventaja competitiva de muchos negocios tiende a desaparecer al cabo de unos años.

2.6.3.1.1 DETERMINACIÓN DEL FLUJO DE CAJA ADECUADO PARA DESCONTAR

El siguiente cuadro muestra las distintas formas que tiene la empresa para generar fondos y la tasa de descuento a aplicar para cada una

Tabla 1: Aplicación de tasa descuento por Flujo de fondos

FLUJO DE FONDOS	TASA DESCUENTO
Flujo de Efectivo Accionistas	Rentabilidad exigida por los accionistas
Flujo de Efectivo de la deuda	Rentabilidad exigida por la deuda
Flujo de Efectivo libre	Costo ponderado de los recursos (deuda y acciones)

Fuente: IESE, Universidad de Navarra, Métodos de Valoración de Empresas (Nov /2008)

Elaboración: Autores

El flujo de efectivo de la deuda, provienen de los intereses y el valor del capital a devolver, este flujo debe descontarse a la tasa exigida de la deuda

El flujo de efectivo del accionista más el flujo de efectivo de la deuda, permiten establecer el valor total de la empresa.

Según Fernandez (2008), el flujo de caja libre, es aquel que no considerar o contemplar el endeudamiento después de impuestos. Es el dinero que quedaría disponible después de haber cubierto todas las necesidades de reinversión en activos fijos y en necesidades operativas de fondos, suponiendo que no haya cargas financieras.

2.6.3.2 METODO DEL VALOR DE LA EMPRESA A TRAVEZ DEL FREE CASH FLOW

Por medio de este método se realiza el descuento de los flujos de caja libres utilizando el costo promedio ponderado de capital (WACC, por sus siglas en inglés)

$$WACC = \frac{E * Ke + D * Kd (1 - T)}{E + D}$$

E = valor de mercado de las acciones

D = valor de mercado de la deuda

Ke = rentabilidad exigida a las acciones, que refleja el riesgo de las mismas

Kd = coste de la deuda antes de impuestos = rentabilidad exigida a la deuda.

T = tasa impositiva

El WACC se calcula ponderando el costo de la deuda de la empresa (Kd) con el costo de las acciones (Ke), dependiendo de la estructura financiera de la empresa. Esta es la tasa con la que se deben descontar los flujos para este caso, ya que como estamos valorando la empresa en su conjunto (deuda más acciones), es imprescindible considerar la rentabilidad exigida a la deuda y a las acciones en la misma proporción que financian la empresa (Fernandez, 2008).

2.6.3.3 MÉTODO DEL VALOR DE LA EMPRESA A PARTIR DEL CAPITAL CASH FLOW

Según Fernandez (2008), el modelo, del valor de la empresa (Valor de mercado de sus recursos propios más el valor de su deuda) debe ser igual al valor actual de los flujos de fondos (CCF) descontados a la tasa ponderada de los recursos antes de impuestos ($WACC_{BT}$).

$$WACC_{BT} = \frac{E * Ke + D * Kd}{E + D}$$

2.7 PRINCIPALES VENTAJAS DE LOS MODELOS DE FLUJO DE CAJA DESCONTADO

Estos métodos de valoración que son más sofisticados, son así porque consideran varias variables clave, que conjugan el crecimiento, rentabilidad y riesgo y están sustentados bajo el espíritu, en que la empresa es valorada por su capacidad de producir caja. Además que estos modelos permiten calcular escenarios en base a las variables previamente calculadas que permitan estimar el impacto sobre la creación o destrucción de valor, convirtiéndolo en una herramienta de gran relevancia para la toma de decisiones.

2.8 PROPOSITOS DE LA VALORACIÓN DE EMPRESAS

Se pueden destacar varias utilidades al momento de valorar una empresa, entre ellas las principales:

Ilustración 2: Propósitos de la Valoración de Empresas

Operaciones de compra y venta

- Para el comprador, la valoración le indica el precio máximo a pagar.
- Para el vendedor, la valoración le indica el precio mínimo por el que debe vender. También le proporciona una estimación de hasta cuánto pueden estar dispuestos a ofrecer distintos compradores.

Herencias y testamentos

- La valoración sirve para comparar el valor de las acciones con el de los otros bienes.

Sistemas de remuneración basados en creación de valor

- La valoración de una empresa o una unidad de negocio es fundamental para cuantificar la creación de valor atribuible a los directivos que se evalúa.

Identificación y jerarquización de los impulsores de valor (value drivers)

- Identificar las fuentes de creación y destrucción de valor.

Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa

- La valoración de una empresa y de sus unidades de negocio es un paso previo a la decisión de: seguir en el negocio, vender, fusionarse, ordeñar, crecer o comprar otras empresas.

Planificación estratégica

- Decidir qué productos/líneas de negocio/países/clientes mantener, potenciar o abandonar.
- Medir el impacto en las políticas de la empresa en la creación y destrucción de valor

Salidas de Bolsa

- La valoración es el modo de justificar el precio al que se ofrecen las acciones al público.

Fuente: IESE, Universidad de Navarra, Métodos de Valoración de Empresas (Nov /2008)

Elaboración: Autores

2.9 MODELOS DE VALORACIÓN FINANCIERA DE MARCAS

Según Garcia (2000) el hecho de que las marcas tienen un valor económico es una realidad, aunque como se ha mencionado, su valoración es un tema muy debatido, puesto que no existe un acuerdo sobre la mejor manera de valorarla ni tampoco de saber cuál es el método de aplicación en los sistemas contables de las organizaciones más propicio por lo cual no existe un método definitivo para su evaluación. A continuación una breve descripción de algunos métodos conocidos.

2.9.1 MODELO DE BRANDIENT

Desarrollado en 2004, proveniente de Rumania, en su sitio web, la empresa sugiere aplicar un modelo basado en impulsores de la demanda así como una metodología de ahorro de regalías.

El modelo de valoración de la marca Brandient (Obae P, 2004) consta de cuatro pasos:

1. Análisis financiero: El objetivo de este paso es prever los "ingresos de marca".

2. Determinación del papel de la marca en la generación de ingresos

En otras palabras, intenta identificar los impulsores que influyen en la demanda y cuán estrechamente relacionados están con la marca. Sobre la base de los datos de mercado y los datos de financieros, Brandient calcula la proporción de los ingresos atribuibles a la marca (Salinas, 2009).

3. Determinación de la marca Stamina

El riesgo asociado a la futura corriente de ingresos se disminuye basándose en el índice de la marca Stamina™, que mide la fuerza y la vitalidad de la marca. Según (Obae P, 2004), los componentes del índice Brand Stamina coinciden con el capital de marca en la mente de los consumidores (es decir, los atributos y actitudes positivas percibidos hacia la marca, como la conciencia de marca, la lealtad, la personalidad, la favorabilidad), los mecanismos de la marca (nombre, diseño), el apoyo a la marca (es decir, las decisiones estratégicas de la gestión de la marca sobre el nivel de precio de la marca, los canales de distribución, la promoción, etc.), el posicionamiento de la marca (es decir, el precio relativo en el mercado, la cuota de mercado y las tendencias) y la protección jurídica (Salinas, 2009).

4. Cálculo del valor de la marca

Obae P, (2004) explica que en las etapas posteriores, "el valor se calcula aplicando las técnicas ampliamente utilizadas y considerando todas las dimensiones mencionadas"

El modelo no aclara la base sobre la que aplica el porcentaje derivado del análisis del papel de la marca en la generación de ingresos: EBIT, NOPAT, flujo de efectivo libre, etc. De la misma manera, no indica explícitamente cómo el índice de la marca Stamina está vinculado a la tasa de descuento (Salinas, 2009).

2.9.2 MODELO BRAND FINANCE

El modelo aplica diferentes tipos de metodologías para cada objetivo, en el caso de los activos intangibles aplica métodos de flujo de caja descontado atribuibles

específicamente a los activos en mención siempre y cuando sea fiable su cuantificación, para efectos se utilizan las siguientes variables

- Prima de precio
- Exceso de margen
- Sustitución económica (valor de la empresa "con" y "sin" la marca)
- Partición de ganancias
- Ahorro de las regalías

Los métodos de división de ganancias y de ahorro de regalías son los más utilizados por Brand Finance, y se seleccionan en función del objetivo principal de la valoración (Salinas, 2009).

2.9.3 MODELO DE VALORACIÓN DE DAMODARAN

Aswath Damodaran (1996), propone un modelo de valoración basado en la primacía de las diferencias en la relación precio/ventas. Según el autor, uno de los beneficios de las marcas fuertes es que pueden cobrar precios más altos por los mismos productos, lo que a su vez genera mayores márgenes de beneficio y mayores relaciones precio/venta. Cuanto más alto sea el precio de la empresa, mayor será el valor de la marca. Por lo tanto, el modelo Damodaran expresa el valor de una marca en términos del valor de sus acciones como:

$$\text{Valor de marca} = \left[\left(\frac{P}{S} \right) * b - \left(\frac{P}{S} \right) * u \right] * \text{Ventas}$$

Donde:

$$\left(\frac{P}{S} \right) b = \text{Relación precio/ventas de la empresa con la marca}$$

$$\left(\frac{P}{S} \right) u = \text{Relación precio/ventas de la empresa sin marca}$$

Aswath Damodaran (1996), calcula la relación entre el precio y las ventas basándose en la siguiente ecuación:

$$\frac{P_0}{S_0} = \text{Margen de Beneficio} * \left\{ \frac{\text{Payout Ratio} * (1 + g) \left(1 - \frac{[1 + g]^n}{[1 + r]^n} \right)}{r - g} + \frac{\text{Payout Ratio}_n (1 + g)^n (1 + g_n)}{(r_n - g_n)(1 + r)^n} \right\}$$

Con los datos de la ecuación, Damodaran calcula la relación precio/ventas de la empresa con marca. Luego, observando a los fabricantes privados que producen productos genéricos, calcula los parámetros necesarios para calcular la relación precio/ventas para la empresa sin marca, como el margen operativo después de impuestos o el rendimiento de los activos.

El valor de la marca que arroja este modelo es muy sensible a los cambios en las hipótesis sobre el crecimiento y los márgenes de beneficio para la empresa sin marca. Al aumentar el crecimiento del producto genérico y el margen de beneficio, el valor de la marca disminuye notablemente, por lo que hay que prestar especial atención a la forma en que se determinan los parámetros de la marca privada (Salinas, 2009).

2.9.4 MODELO DE INTERBRAND

La firma de consultoría Interbrand intenta equilibrar todos los factores que entran en juego en la valoración de la marca, por medio de la aplicación de un múltiplo apropiado a las ganancias derivadas de la marca, aportando así un método que cumple los requisitos de marketing, finanzas y legales y que tiene la ventaja de estar basado en datos contrastables y auditables.

En este caso, Birkin, (1991) indica que es necesario determinar ciertos factores claves que son: Las ganancias de marca o cash flows, la fortaleza de la marca y el rango de múltiplos a aplicar a las ganancias. Además es necesario conocer si el propietario tiene derechos de propiedad sobre la marca y cuál es la categoría de ese título.

2.9.5 MODELO BASADO EN PRECIO DE LAS ACCIONES

Este método calcula el valor de la marca en función del valor financiero de mercado de la empresa; es decir, se tiene en cuenta el precio de las acciones, basándose en la idea de que el mercado bursátil ajustará el precio de la empresa reflejando las expectativas futuras de sus marcas (Simón & Sullivan 1993).

El valor de la marca se define como los cash flows incrementales que corresponden a los productos marcados por encima de los que resultarían de la venta de productos sin marca.

Para su cálculo se estima el valor corriente de mercado de la empresa que depende del precio y de la cantidad de acciones, al que se resta el coste de reemplazo de los activos tangibles (como plantas, equipos, inventario y disponible). El valor de los tangibles se calcula utilizando los libros de contabilidad y la información procedente de la estimación de los costes de reemplazamiento (Hirschey & Weygandt, 1985), a continuación se extrae el valor de la marca de los intangibles mediante la diferencia entre el valor financiero de mercado de la empresa y el de los tangibles".

2.9.6 MODELO DE PRECIOS PRIMADOS

Consiste en calcular el premio extra de un producto con marca respecto a uno sin ella equivalente; es decir, valorar cuál es el mayor precio de venta que puede lograr una marca, por encima de los precios regulares aplicados por la competencia".

En este método nos encontramos aportaciones de distintos autores. Así, Blackston (1990), determina el valor de la marca en base a su valor intrínseco y a su valor relativo. El primero es la capacidad de las marcas de un alto valor para sostener precios y márgenes más altos, ésta se refleja en que su cuota de mercado se reduce poco cuando aumenta el precio de su producto. Por otro lado, el valor relativo se refiere a la capacidad de la marca para resistir a la competencia en el sentido de que pierda relativamente poca cuota de mercado ante las disminuciones en el precio o promociones en precio de sus empresas rivales (Blackston, 1990). La cuantificación de estos dos valores mediante la estimación de las elasticidades cuota de mercado-precio directa y cruzada permite determinar el valor de la marca.

2.9.7 MODELO AHORRO DE REGALÍAS (ROYALTY RELIEF)

Esta metodología determina el valor de la marca con respecto a la tasa de regalías que se pagaría por el uso de la marca si tuviera que ser licenciada por un tercero. (Salinas, 2009)

La tasa de regalía se aplica a las ventas previstas para impedir que se produzca una corriente de ingresos atribuible a la marca.

La corriente de ingresos de la marca se descuenta posteriormente a su valor actual.

La ventaja de este enfoque es que hay abundantes ejemplos de tasas de regalías utilizadas por empresas que conceden licencias de marcas entre sí. El método de ahorro de regalías consta de cuatro fases:

Fase I: Previsión de ventas

En esta fase, se prevén ventas netas para el negocio de marca.

El valor del negocio de marca se calcula a menudo como un valor de referencia.

Fase II: Cálculo del riesgo de marca

Según Salinas (2009), Brand Finance ha desarrollado un método propio para estimar el riesgo de las marcas: El beta refleja la fuerza de una marca en relación con la competencia. La lógica de este modelo es que la fuerza de la marca puede influenciar el riesgo de negocio, ya sea aumentando o disminuyendo. Para estimar el riesgo de la marca del beta, BrandFinance lleva a cabo un estudio de benchmarking del rendimiento y la fuerza de las marcas estudiadas en relación con sus competidores. Este proceso, también conocido como benchmarking de la competencia, se utiliza no sólo para determinar el riesgo de la marca sino también para estimar los futuros ingresos atribuibles a la marca, como veremos en la fase III. Posteriormente se hace referencia al beta en el cálculo de una tasa de descuento adecuada.

Fase III: Cálculo de la tasa de regalías

Esta fase abarca un proceso de tres pasos:

1. Estableciendo un rango de tasas de regalías: La gama de tasas de regalías se establece revisando los acuerdos de licencia para otras marcas en sectores comparables e investigando las tasas de regalías establecidas entre terceros en transacciones independientes

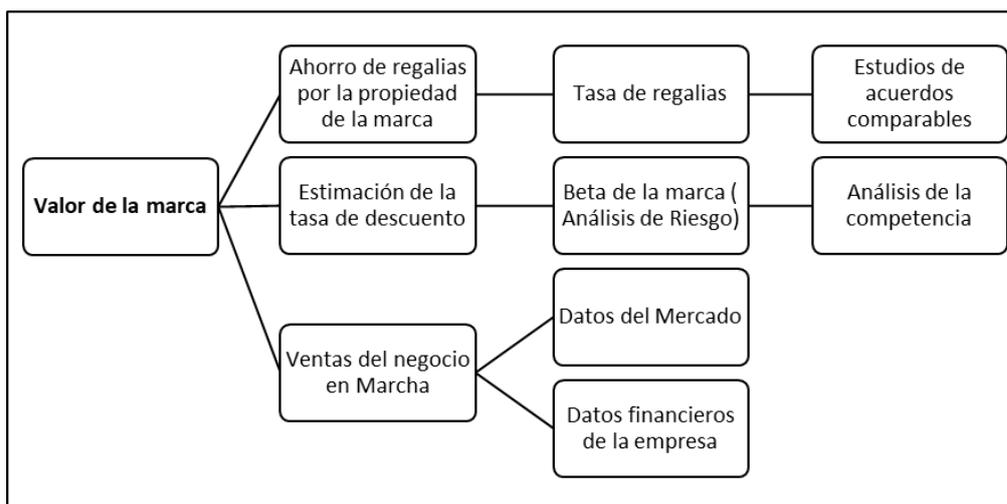
2. Determinar la tasa de regalías apropiada dentro del rango establecido para la marca que se valora: Una vez establecido el rango de tasas de regalías, se establece la tasa de regalía específica aplicable a la marca que se está estudiando sobre la base del índice de fuerza de la marca obtenido en la fase II.

3. Analizar la sostenibilidad económica de la tasa de regalías determinada: Es importante asegurar que la tasa de regalía establecida sea sostenible y asequible para el licenciatario; en otras palabras, debe ser una tasa a la que el licenciatario habría consentido con un tercero que actuara como licenciante. Este análisis implica el cálculo del impacto potencial de la tasa de regalías sobre el funcionamiento del licenciatario

Fase IV: Cálculo del valor de la marca

El valor de la marca se estima como el valor actual del flujo de futuras regalías, en esta fase, se prevén ventas netas para el negocio de marca.

Ilustración 3: Valoración de Marca mediante el modelo de Ahorro de Regalías



Fuente: The International Brand Valuation Manual (2009)

Elaboración: Autores

2.10 PRINCIPALES VENTAJAS DE APLICAR EL MODELO DE REGALÍAS

Entre las principales ventajas que tiene valorar una marca mediante este método según Salinas (2009) tenemos que:

- El valor de la marca se calcula por referencia a transacciones documentadas de terceros, es decir, se basa en parámetros de mercado observables, contrastables y objetivos (tasas de regalías comparables).
- El valor obtenido por la aplicación de este método es específico de la industria.
- Es teóricamente atractivo, ya que elimina la dificultad intrínseca de estimar la rentabilidad diferencial atribuible a la marca. Según Pablo Fernández (2001), “para una empresa cuya actividad principal es la gestión de un nombre (una marca) que cede a otras empresas (franquicias) a cambio del pago de regalías, esta dificultad desaparece porque la gestión de marca es la única actividad de la empresa, en este caso, el valor de la marca vendría dado por el valor de mercado de la empresa que gestiona la marca, pero que no participa en absoluto en la producción de bienes vendidos con esa marca.
- Ha sido aceptado por muchas autoridades fiscales como un modelo adecuado.

3. METODOLOGÍA

3.1 DESARROLLO METODOLÓGICO

La metodología a emplear valorará la marca mediante el modelo de ahorro de regalías y la empresa mediante flujo de caja descontado.

Se emplearon 2 metodologías para demostrar los resultados del estudio. La marca se valorará mediante el método de ahorro de regalías y la empresa mediante el método de flujo de caja descontado.

3.1.1 VALORACIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA

Se empleó la información de los estados financieros disponibles en la red, de las siguientes páginas oficiales: YAHOO FINANCE, INVESTING y la página oficial de Starbucks. Con dicha información procederemos a realizar todos los cálculos y proyecciones necesarias para encontrar las valoraciones propuestas.

3.1.1.1 PRONÓSTICO DE VENTAS

Se dispuso de información con periodicidad anual. 16 datos a partir del año 2003, con la información y mediante análisis econométrico a la serie, se construyó un modelo de proyección de series de tiempo Medias Móviles MA(0,2,1) y mediante observación y estadísticos se comprobó su eficiencia y ajuste.

El paquete estadístico empleado en el análisis econométrico, es Gretl, software de código abierto, disponible con interfaz gráfica y de código R.

Ilustración 4: Modelo de Series de tiempo MA(0,2,1) Ventas netas

```

gretl: modelo 3
Archivo  Editar  Contrastes  Guardar  Gráficos  Análisis  LaTeX

Evaluaciones de la función: 40
Evaluaciones del gradiente: 14

Modelo 3: ARIMA, usando las observaciones 2005-2018 (T = 14)
Estimado usando AS 197 (MV exacta)
Variable dependiente: (1-L)^2 Rev_SBUX
Desviaciones típicas basadas en el Hessiano

-----
coeficiente  Desv. típica  z  valor p
-----
const      81182,5      39963,8      2,031  0,0422  **
theta_1    -1,00000     0,287742    -3,475  0,0005  ***

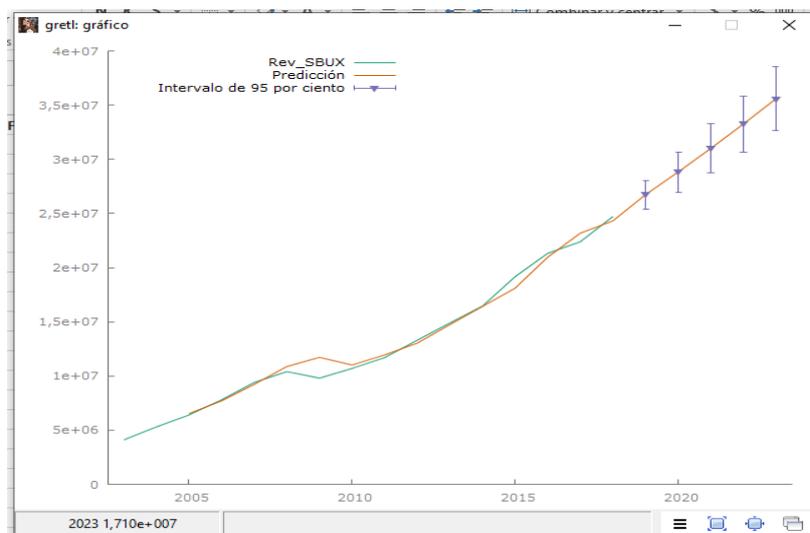
Media de la vble. dep.  80907,14  D.T. de la vble. dep.  877617,1
Media de innovaciones -94316,83  D.T. innovaciones     668721,6
R-cuadrado             0,986586  R-cuadrado corregido  0,986586
Log-verosimilitud     -209,0029  Criterio de Akaike    424,0058
Criterio de Schwarz    425,9230  Crit. de Hannan-Quinn 423,8283

-----
Real Imaginaria  Módulo Frecuencia
-----
MA
Raiz 1           1,0000  0,0000  1,0000  0,0000
-----

```

Elaboración: Autores

Ilustración 5: Resultado Gráfico pronóstico de ventas netas



Elaboración: Autores

3.1.1.2 RESULTADO DEL PRONÓSTICO

La proyección se realizó para 5 periodos a partir del año 2018 y como resultado cada pronóstico se encuentra contenido dentro de un intervalo de confianza al 95% de confianza, donde el promedio del error absoluto de la serie del modelo es de USD 459 expresado en miles (cuatrocientos cincuenta y nueve mil 00/100) dólares.

Con información real del año terminado 2019 (USD 26.508) se contrastó versus el valor anual del modelo y demuestra que el resultado se encuadra en el intervalo de confianza previamente establecido; además que esa variación solo representa 0.8% del valor real, concluyendo que el modelo es estadísticamente significativo para tomar de insumo los resultados obtenidos. La diferencia en valores absolutos entre predicción y el valor real al año 2019 es de USD\$ 222,000 (doscientos veinte y dos mil 00/100) dólares. La diferencia encontrada es aproximadamente 48% del valor absoluto del error, manteniendo el 95% de grado de confianza.

Tabla 2: Resultados del pronóstico Ventas Netas

Tipo	Fecha Anual	VtasNetas SBUX	SBUX MA (0,2,1)	Valor Absoluto	Limite Inferior (95%)	Limite Superior (95%)	Tasa Var Anual
Real	2003	4.100	NA	NA	NA	NA	
Real	2004	5.300	NA	NA	NA	NA	29,3%
Real	2005	6.400	6.528	128	NA	NA	20,8%
Real	2006	7.800	7.695	105	NA	NA	21,9%
Real	2007	9.400	9.223	177	NA	NA	20,5%
Real	2008	10.400	10.872	472	NA	NA	10,6%
Real	2009	9.800	11.720	1.920	NA	NA	-5,8%
Real	2010	10.700	11.009	309	NA	NA	9,2%
Real	2011	11.700	11.950	250	NA	NA	9,3%
Real	2012	13.300	13.032	268	NA	NA	13,7%
Real	2013	14.892	14.737	156	NA	NA	12,0%
Real	2014	16.448	16.419	28	NA	NA	10,4%
Real	2015	19.163	18.104	1.058	NA	NA	16,5%
Real	2016	21.316	20.960	356	NA	NA	11,2%
Real	2017	22.387	23.179	792	NA	NA	5,0%
Real	2018	24.720	24.316	403	NA	NA	10,4%
Pronóstico	2019	26.730			25.419	28.041	8,1%
Pronóstico	2020	28.822			26.968	30.675	7,8%
Pronóstico	2021	30.994			28.724	33.264	7,5%
Pronóstico	2022	33.248			30.627	35.870	7,3%
Pronóstico	2023	35.583			32.653	38.514	7,0%

Error Abs **459**

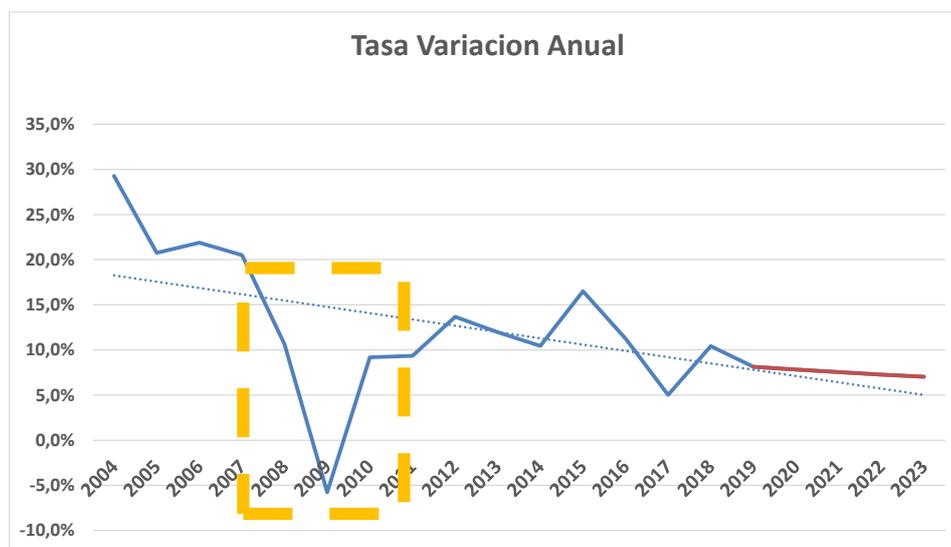
Elaboración: Autores

3.1.1.3 TASAS DE VARIACIÓN ANUAL

El siguiente gráfico expresa el comportamiento de la serie de ventas netas de Starbucks para la serie histórica y pronóstico esperado. Se puede observar que las tasas de crecimiento de las ventas netas de la empresa tienen una tendencia decreciente con picos atípicos en los años 2008 y 2009 como producto de la crisis subprime, que afectó principalmente a países donde se cuenta con locales de Starbucks.

Superando estos años, la tendencia se mantiene y el pronóstico continuó con ella tal como se ilustra mediante la línea recta trazada dentro de las tasas.

Ilustración 6: Tasa de variación anual ventas netas



Elaboración: Autores

3.1.1.4 SUPUESTOS PARA EL PRONOSTICO DEL ESTADO DE RESULTADOS

Dada la estabilidad identificada en los saldos de las cuentas del estado de resultados, se realizó un análisis vertical histórico, el mismo que permitió estimar los saldos en función de las ventas modeladas, a fin de identificar dentro de la estructura de costos y gastos los principales determinantes de valor.

Ilustración 7: Estado de Resultados Projectado

	ESTADO DE RESULTADOS PRONOSTICADO				
	2019	2020	2021	2022	2023
Ingresos netos	26.729.912	28.821.507	30.994.284	33.248.244	35.583.387
Costo de ventas	(10.822.150)	(11.668.975)	(12.548.668)	(13.461.230)	(14.406.660)
Beneficio bruto	15.907.762	17.152.532	18.445.616	19.787.014	21.176.727
Gastos operativos de la tienda	(7.711.935)	(8.315.388)	(8.942.263)	(9.592.560)	(10.266.280)
Otros gastos operacionales	(642.775)	(693.072)	(745.321)	(799.522)	(855.675)
Gastos de depreciación y amortización.	(1.261.982)	(1.360.731)	(1.463.313)	(1.569.727)	(1.679.975)
Gastos generales y administrativos	(1.757.280)	(1.894.786)	(2.037.629)	(2.185.809)	(2.339.326)
Ingresos de participadas de capital	397.350	428.442	460.741	494.247	528.960
Ingresos de explotación	4.931.139	5.316.997	5.717.832	6.133.643	6.564.430
Ingresos por intereses y otros, neto	184.232	198.648	213.623	229.158	245.253
Gastos por intereses	(132.182)	(142.525)	(153.269)	(164.415)	(175.963)
Ganancias antes de impuestos	4.983.190	5.373.120	5.778.186	6.198.386	6.633.720
Gastos de impuesto	(1.601.765)	(1.727.102)	(1.857.304)	(1.992.370)	(2.132.301)
Ganancias netas atribuibles a Starbucks	3.381.424	3.646.018	3.920.882	4.206.015	4.501.419

Elaboración: Autores

En la ilustración 7, se identifica que a partir del beneficio bruto (promedio 59% de las ventas), los gastos operacionales atribuibles a las tiendas tienen la mayor representatividad sobre el total de gastos (promedio 30% de las ventas), evidenciando la tendencia a lo largo de la proyección, producto del crecimiento esperado en ventas.

A pesar de aquello, en los 3 últimos años la empresa margina en promedio el 14,8% sobre ventas, ligeramente por encima de la industria (14,5%) según INVESTING.COM.

3.1.1.5 SUPUESTOS DE PROYECCIÓN FCFF

Con el resultado del pronóstico y en base a la información histórica de saldos, se pronosticó el flujo de efectivo sobre aquellas cuentas que por su variabilidad se permitían estimar mediante medias móviles o aquellas en las cuales pudo identificarse “drivers”, ejemplo:

Tabla 3: Supuestos de proyección cuentas del Flujo de caja de los activos

Cuentas de Flujo	Supuestos de proyección
Utilidad Neta	<i>Promedio de los 3 últimos años de los porcentajes resultantes del análisis vertical, dada la estabilidad en los saldos de las cuentas</i>
Intereses (Después de impuestos)	<i>Ajuste de Interés después de impuestos</i>
Depreciación, Amortización y otros cargos no monetarios	<i>Cifra base (2018) incluido el crecimiento en ventas pronosticado para los próximos 5 años</i>
Cuentas por cobrar	<i>Ratio Base(2018) con respecto a las ventas</i>
Inventarios	<i>Ratio Base(2018) con respecto al costo de ventas</i>
Cuentas por pagar	<i>Ratio Prom 3 últimos años con respecto al costo de ventas</i>
Ingresos diferidos	<i>Promedio móvil toda la serie histórica (2013-2018) excluyendo 2018 año atípico</i>
Otros activos y pasivos operativos	<i>Promedio móvil toda la serie histórica (2013-2018) excluyendo 2018 año atípico</i>
Inversiones	<i>Cifra base (2018) incluido el crecimiento en ventas pronosticado de los próximos 5 años</i>

Elaboración: Autores

3.1.1.6 MODELO DE VALORACIÓN DE ACTIVOS DE CAPITAL (CAPM)

Este modelo se utilizó para determinar la tasa de rendimiento apropiada y requerida para descontar los flujos de caja futuros que producirá la empresa en función del riesgo

sistémico. Los componentes utilizados dentro del modelo se determinaron como se detalla a continuación:

3.1.1.6.1 TASA LIBRE DE RIESGO

Para obtener la tasa libre de riesgo se tomó los rendimientos de los bonos del tesoro americano. La tasa libre de riesgo que contemplamos es el resultado del promedio aritmético de las tasas de los bonos del tesoro americano a 10 años con corte a septiembre 2018.

3.1.1.6.2 RENTABILIDAD DEL MERCADO

La rentabilidad del mercado la obtuvimos del promedio de las variaciones porcentuales en periodos interanuales construido con información de 5 años del S&P 500 como indicador del mercado.

3.1.1.6.3 BETA

Resultado del coeficiente de regresión entre los rendimientos del mercado (S&P 500) y la empresa (SBUX) construido con información de 5 años.

Por medio del CAPM se determinó la tasa adecuada para incluir dentro del modelo de Costo de Capital Promedio Ponderado, en sus siglas en inglés (WACC) como dato para estimar la tasa mínima que el accionista exige a la empresa en relación a la rentabilidad y el riesgo sistemático.

Tabla 4: CAPM - Capital Asset Pricing Model (2018)

CAPM	
Tasa Libre Riesgo (T-Bonds 10 years)	2,87%
Tasa R% Mercado (S&P500)	8,56%
PRM	5,69%
Beta	0,40
CAPM (KE)	5,12%

Elaboración: Autores

3.1.1.7 COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL (WACC)

Para efectos del modelo y una mejor estimación de la composición de los fondos, se procedió a valorar el activo a precios de mercado y para efectos se incorporó al valor, el precio de cotización por acción vigente a septiembre 2018 (USD 54,63), a continuación el detalle del cálculo y la diferencia entre la composición del capital a valores de balance versus valores de mercado.

Tabla 5: Fuentes de financiamiento (2018)

COMPOSICION FUENTES FINANCIAMIENTO		
	BALANCE	MERCADO
	sep-18	sep-18
Total Pasivo	22.980.600	22.980.600
Acciones comunes; \$ 0.001 valor nominal	1.300	71.018.214
Pago adicional en capital	41.100	41.100
Ganancias retenidas (déficit)	1.457.400	1.457.400
Otro resultado integral acumulado (pérdida)	-330.300	-330.300
Capital contable (déficit)	1.169.500	72.186.414
Sin control de intereses	6.300	6.300
Capital total (déficit)	1.175.800	72.192.714
Total pasivos y patrimonio (déficit)	24.156.400	95.173.314
Total Activo	24.156.400	95.173.314
Total Pasivo	22.980.600	22.980.600
Total Capital	1.175.800	72.192.714
% Deuda	95,13%	24,15%
% Capital	4,87%	75,85%

# Acciones Comunes	1.300.000
Pvp Accion (Sep 2018)	54,63

Elaboración: Autores

La siguiente tabla muestra el resultado de los componentes calculados para obtener la tasa promedio de las fuentes de financiamiento de la compañía a 2018 tomando en consideración los datos del mercado:

Tabla 6 : WACC - Weighted average cost of capital (2018)

WACC	
Total Activo (BG)	95.173.314
Deuda (BG)	22.980.600
Capital (Valor Mercado)	72.192.714
Impuestos (ER)	21,8%
% Capital	75,9%
% Deuda	24,1%
Relacion (D/E)	32%
Gasto Financiero (ER)	170.300
Pasivos con Costo (BG)	3.602.200
Costo Deuda (KD)	4,73%
Costo Capital (KE)	5,12%
KE*%Capital	3,88%
KD*(1-T)*% Deuda	0,89%
WACC	4,78%

Elaboración: Autores

Una vez obtenido el flujo proyectado para los siguientes 5 años se valoró la empresa mediante el método de flujos de efectivo descontado, para lo cual se utilizó como tasa de descuento al WACC como se ilustra en la tabla 5, y para el cálculo del valor terminal se incluyó el crecimiento de 2.31%, correspondiente al esperado en 5 años de la industria de comidas obtenido de la página del Prof. Damodaran. Como resultado se obtuvo lo siguiente:

Ilustración 8: Valoración Financiera de la Empresa (2018)

	VALORACIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA SBUX 2018				
	2019	2020	2021	2022	2023
Utilidad Neta	3.381.424	3.646.018	3.920.882	4.206.015	4.501.419
Intereses (Despues de impuestos)	103.321	111.406	119.805	128.517	137.543
Depreciación, Amortización y otros cargos no monetarios	1.431.972	1.470.527	1.562.036	1.722.515	1.837.075
Cambios en Capital de trabajo	696.692	690.160	679.412	688.339	695.767
Actividades de operación	5.613.409	5.918.111	6.282.135	6.745.386	7.171.804
Inversiones	(2.125.785)	(2.286.460)	(2.459.281)	(2.645.163)	(2.845.096)
FCFF	3.487.625	3.631.651	3.822.854	4.100.223	4.326.708
Factor descuento Flujo WACC	0,95	0,91	0,87	0,83	0,79
Valor Terminal					179.587.230
Valor actual FE	16.788.537				
Valor actual Terminal	142.215.396				
Valor de la Empresa (SBUX - 2018)	159.003.934				

Elaboración: Autores

El valor de la empresa utilizando el método de flujos descontados es de USD 159.003.934 expresado en miles de dólares donde el valor actual de los flujos esperados en el horizonte de 5 años representa el 10,56% y el valor terminal representa 89,44%.

3.1.2 VALORACIÓN FINANCIERA DE LA MARCA

Para la metodología de ahorro de regalías, se realizó lo siguiente:

3.1.2.1 INGRESOS ATRIBUIBLES A LA MARCA

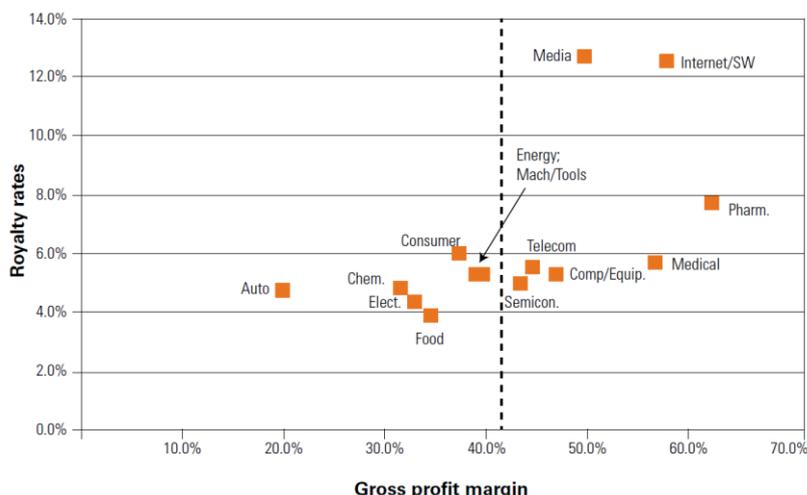
Se determinan los ingresos netos atribuibles a la marca para los 5 años siguientes, como el producto entre las ventas netas proyectadas de la empresa y la tasa promedio histórico, que corresponde a las ventas de las tiendas que operan bajo la marca Starbucks sobre el total de ingresos de cada año. Dichos ingresos corresponden al 79% de los ingresos de la empresa.

3.1.2.2 TASA DE REGALÍAS

Se determinó la tasa de regalías razonable en concordancia con la industria (3,97%) producto de la interpolación entre el índice de fuerza de mercado, en sus siglas en inglés (SBI) de la mejor empresa comparable (McDonald) versus la tasa de regalías del sector de comidas (4%) obtenido de un estudio publicado por KPMG en 2012. Asumiendo que la tasa máxima es para la mejor marca (McDonalds), la tasa de regalía para Starbucks es 3.97%.

Ilustración 9: Tasa de regalías por Sector vs Márgenes de beneficio Bruto por industria KPMG 2012

CHART 2: 2007 REPORTED ROYALTY RATES AND GROSS PROFIT MARGINS



Fuente: KPMG (2012)

Se calculó el ahorro de regalías producto de la tasa de regalías estimada de la marca por las ventas estimadas atribuibles a la marca.

Se aplicó un cargo fiscal para estimar los ahorros después de impuestos, se estimó la tasa de crecimiento, descuento, y determinó una vida económica útil de la marca.

3.1.2.3 TASA DESCUENTO MARCA

El cálculo de la tasa utilizada para el descuento de los flujos de fondos correspondientes a la marca se obtiene mediante los siguientes ajustes:

3.1.2.3.1 BETA DE LA MARCA

Se obtiene el beta de la marca, partiendo del beta des-apalancado de la industria de comidas obtenido de las fuentes de información del profesor Damodaran, para luego re-apalancarlo a la estructura de deuda de la empresa mediante la siguiente ecuación:

$$\beta = \beta_u \left[1 + (1 - t) * \frac{D}{E} \right]$$

Donde:

β =Beta apalancado

β_u =Beta des-apalancado

D =Deuda

E =Capital

3.1.2.3.2 INTERPOLACIÓN DEL BETA

BrandFinance recomienda el método de duplicar el producto entre el Beta y la Prima de riesgo de mercado o hacerlo cero, Temporal (2011); Macias & Rodriguez (2018) Consideran un factor de ajuste que contempla la interpolación de ambos factores versus la fuerza de marca mediante la siguiente ecuación matemática:

$$F(x) = F(x_0) + \frac{F(x_1) - F(x_0)}{(x_1 - x_0)} * (x - x_0)$$

Donde:

F(x₀): Corresponde al mínimo valor que puede tomar el producto entre el Beta apalancado a la estructura de deuda de la empresa y la prima de riesgo de mercado.

F(x₁): Corresponde al máximo valor equivalente a 2 veces el beta apalancado por la prima de riesgo de mercado.

X₁: Equivale al máximo puntaje del índice de fuerza de marca que puede tener la empresa para.

X₀: Equivale al mínimo puntaje del índice de fuerza de marca que puede tener la empresa para.

X: Equivale al índice de fuerza de marca obtenido en el periodo.

3.1.2.3.2 WACC DE LA MARCA

Con el resultado del costo de capital de la marca mediante la interpolación antes mencionada, se obtiene el costo promedio de capital, el mismo que es utilizado como tasa de descuento para los flujos de regalías. No se utiliza el WACC de la empresa debido a que la marca no debe cargar con el pasivo de la empresa. Si bien es cierto, los pasivos financian a los activos, éstos financian a los activos tangibles. Las marcas, por ser intangibles merecen un trato diferente.

El valor actual de los flujos de regalías y su valor terminal, que equivalen al valor de la marca representan a la fecha de esta valoración: USD 56, 261,314 expresado en miles de dólares.

Tabla 7: Componentes para la valoración de marca - Ahorro de regalías

VALORACIÓN DE MARCA	
Indice de fuerza de Marca	89,2
Tasa de regalía del sector	4%
Tasa de regalía	3,97%
Tasa descuento	3,72%
Impuesto	21,8%
Tasa crecimiento anual	2,31%
Vida util	Indefinida
Tasa de crecimiento terminal	Crecimiento esperado del sector

Elaboración: Autores

Ilustración 10: Valoración Financiera de la Marca (2018)

	VENTAS NETAS DE LA MARCA				
	2019	2020	2021	2022	2023
Los ingresos netos	26.729.912	28.821.507	30.994.284	33.248.244	35.583.387
Ingreso Neto Marca	21.157.667	22.813.238	24.533.068	26.317.156	28.165.504
Ahorro Regalias	839.717	905.424	973.682	1.044.490	1.117.848
Tasa impuesto	183.343	197.690	212.593	228.053	244.070
Regalias despues Impuesto	656.374	707.735	761.089	816.437	873.778
Factor descuento Flujo	0,96	0,93	0,90	0,86	0,83
Valor Terminal					63.448.450
Valor actual FE	3.406.099				
Valor actual Terminal	52.855.214				
Valor de la Marca (SBUX - 2018)	56.261.314				
Valor de la Empresa (SBUX - 2018)	159.003.934				
% Marca/Empresa	35,38%				
Relación entre valor Marca y Activos totales	232,90%				

Elaboración: Autores

4. ANÁLISIS DE RESULTADOS

Esto quiere decir que la marca, en este año tiene un peso en relación a la valoración del negocio de un 35.38% y es el 232% sobre los activos totales siendo relevante considerar dado su representatividad sobre los activos productivos de la compañía que normalmente no reflejan en los estados financieros presentados a los accionistas.

Es probable que no se alcance a dimensionar realmente lo que significan estos resultados, pero para comprenderlos mejor, basta con mirar el PIB de Ecuador al 2018. Según el Banco central del Ecuador, el país generó algo más de \$108.398 millones en precios corrientes. Esto quiere decir que el valor de la empresa Starbucks es aproximadamente 1,5 veces más del total de lo producido en el país. Y además su marca, vale 7 veces más que el total de exportaciones petroleras de ese año. (\$7,853.414 millones.)

5. ARGUMENTO ADICIONAL

Capítulo aparte tiene el año 2020. Sería iluso creer que la pandemia creada por el Sarscov2.0 (Covid-19) no le afectaría a Starbucks. A pesar de ello, las perspectivas no son tan desalentadoras como en otros negocios. Hasta inicios del 2020 Starbucks contaba con más de 30,000 locales entre propios y franquiciados. La ventaja que tiene Starbucks es que alrededor del 60% de sus locales se encuentran en países que no aplicaron restricciones tan severas a la movilidad interna de sus habitantes, como política para mantener a la economía funcionando, como Estados Unidos (14.758 locales), Canadá (1.542 locales), y Japón (1.415 locales).

Tabla 8: Países con más cantidad de locales de Starbucks en el mundo (2020)

País	# Locales
Estados Unidos	14758
China	3684
canadá	1542
Japón	1415
Core del Sur	1260
Reino Unido	1002
México	715
Turquia	457
Taiwan	454
Indonesia	378

Fuente: Revista Lifestyle, 2020

Elaboración: Autores

6. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Con respecto a los aspectos metodológicos, se recomienda para la valoración de la empresa, emplear el método del flujo de caja descontado dado que incorpora variables relevantes en el comportamiento de la empresa y sector como son; crecimiento, tasa de descuento, riesgo, rentabilidad y permite establecer supuestos sobre dichas variables para calcular mediante escenarios los impactos en la creación o destrucción de valor, considerando además que el valor de la empresa esta medido en función de su capacidad para generar efectivo.

Para el cálculo del valor de la marca, se recomienda emplear la metodología de ahorro de regalías, dado que incorpora parámetros observables y contrastables que limitan la subjetividad a la hora valorar, otro aspecto a considerar es que en su cálculo incorpora variables del sector y la empresa que relacionan el riesgo, fuerza de marca y rentabilidad como también que es muy aceptado por autoridades fiscales a nivel mundial y cumple con los principales elementales y metodológicos de la norma ISO10668.

En conclusión, este trabajo cuenta con metodologías que tienen procesos mucho más lógico y determinan un valor más ajustado a la realidad. Los métodos en los que se utilizan flujos de caja son los más acertados, debido a que conceptualmente son los correctos.

Se recomienda también considerar la información valiosa que la valoración de la marca proporciona, ya que como proceso interno de información periódica nos permite:

- Transmitir información a los accionistas sobre los activos más valiosos de la empresa y su estado, ya que el valor la marca internamente no aparece en los estados financieros.
- Realizar transacciones económicas como compra o venta de marcas o intangibles, fusiones y adquisiciones de empresas, estimar regalías para contratos de licencias de marca y determinar fees y regalías en contratos de franquicias.
- Una vez valorado, permite constituirse como garantía de una operación bancaria, aunque en Ecuador no es una práctica común por las instituciones financieras, el activo valorado podría servir de colateral, ya que en caso de incumplimiento, el activo podría venderse y el prestamista recuperaría su capital.

- Permite exigir indemnizaciones económicas en caso de infracciones legales, entre las infracciones están: falsificaciones, imitaciones, uso no autorizado de los elementos de marca, estas infracciones causan daño a las marcas (dilución de marcas) y los modelos de valoración permiten estimar el monto del daño.
- Además es recomendable tener en cuenta el peso de la marca sobre la valoración del negocio y de sus activos totales. Esto permite visualizar de manera rápida si se está creando valor a la empresa. Dicho esto, que es la razón principal de los accionistas para mantener sus inversiones en el tiempo

Como conclusión final, esperamos que este trabajo sirva como ejemplo para que otras personas vean la importancia de valorar la empresa y su o sus marcas en relación a la misma, y les sirva como guía para trabajos futuros, ya que consideramos que próximamente será mucho más habitual encontrarse con investigaciones como esta.

7. BIBLIOGRAFÍA

- A., D. (1996). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Aguiar, I. (2012). *Finanzas corporativas en la práctica*. Madrid, España: Delta Publicaciones.
- Áznar, J., Cervelló, R., & García, F. (2011). Una Alternativa Multicriterio a la Valoración de Empresas. *Estudio de Economía Aplicada*, 29(1), 1-16.
- Belío, J., & Sainz, A. (2007). *CLAVES PARA GESTIONAR PRECIO, PRODUCTO Y MARCA*. Madrid, España: Wolters Kluwer.
- emplear?, 6. ¿. (Noviembre de 2008). *Media IESE*. Obtenido de Media IESE: <https://media.iese.edu/research/pdfs/DI-0771.pdf>
- Fernandez, P. (Noviembre de 2008). *Metodos de Valoración de Empresas*. Obtenido de Media IESE: <https://media.iese.edu/research/pdfs/DI-0771.pdf>
- Garcia, M. (2000). LA VALORACIÓN FINANCIERA DE LAS MARCAS: UNA REVISIÓN DE LOS PRINCIPALES METODOS UTILIZADOS. *Investigaciones europeas de dirección y economía de la empresa*, 31 - 52.
- Homs. (2004). *La Era de las Marcas Depredadoras*. McGraw-Hill Interamericana Editores.

- Jimena, H. (junio de 2003). *LA TEORÍA DEL VALOR DE ADAM SMITH: LA CUESTIÓN DE LOS PRECIOS NATURALES Y SUS INTERPRETACIONES*. Obtenido de Scielo: http://www.scielo.org.co/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0121-47722003000100002
- Jorge, F. L. (2004). *Mercadotecnia, Tercera Edición, de Fischer Laura y Espejo Jorge*. Mc Graw Hill Interamericana.
- Lamb Charles, H. J. (2002). *Marketing, Sexta Edición, de Lamb Charles, Hair Joseph y McDaniel Carl*. International Thomson Editores S.A.
- Obae P, B. P. (30 de Septiembre de 2004). *Capital is a valuable brand*. Obtenido de http://www.brandient.com/en/news_and_viewpoints/interviews_articles/capital_is_a_valuable_brand.html
- Philip, K. (2002). *Dirección de Marketing Conceptos Esenciales, Primera Edición*. Prentice Hall.
- Salinas, G. (2009). *The International Brand Valuation Manual*. A John Wiley & Sons, Ltd., Publication.
- Sandhusen L. Richard, C. E. (2002). *Mercadotecnia, Primera Edición, de Sandhusen L. Richard*. Compañía Editorial Continental.
- Seetharaman. (2001). A conceptual study on brand valuation, Journal of Product & Brand Management. USA: Emerald Group Publishing Limited.
- Temporal, P. (2011). *Advanced Brand Management: Managing Brands in Changing World*.
- Temporal, P. (2011). *Advanced Brand Management: Managing Brands in a Changing World*.
- Tovar , M., & Muñoz, I. (8 de agosto de 2018). *Metodología para valoración financiera de Pymes colombianas*. Obtenido de Scielo: <http://www.scielo.org.co/pdf/ccso/v18n35/1657-8953-ccso-18-35-00139.pdf>
- Valverde, J., & Villacís, H. (2014). Evaluación de Métodos de Valoración para Empresas Pymes Comerciales Ecuatorianas. *Tesis de Titulación*, viii. Guayaquil, Guayas, Ecuador.