



**Facultad de
Ciencias Sociales y Humanísticas**

PROYECTO DE TITULACIÓN

**“ANÁLISIS DEL VALOR FINANCIERO DE UNA EMPRESA
DESPUÉS DEL PROCESO DE INCAUTACIÓN POR PARTE DEL
ESTADO. CASO: CADENA ECUATORIANA DE TELEVISIÓN C.A.
(TC TELEVISION)”**

Previa la obtención del Título de:

MAGISTER EN ECONOMÍA Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

Presentado por:

MIREYA DEL ROCÍO DE LA TORRE ALVARADO

KATTY LISSETTE MIRANDA BRITO

Guayaquil – Ecuador

2019

AGRADECIMIENTO

A Dios, a mi familia y amigos.

Katty Lissette Miranda Brito

A Dios, mis padres y mi hijo.

Mireya Del Rocío De La Torre Alvarado

DEDICATORIA

A mis padres y a mi tía Rosa Brito de quienes siempre recibí su apoyo incondicional.

A mis amigos, colegas y profesores del programa de la maestría que me brindaron sus conocimientos, tiempo y dedicación para lograr mis objetivos.

Katty Lissette Miranda Brito

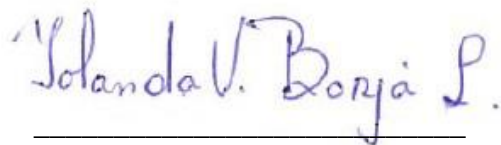
A mi querido hijo Julito, quien me motiva a seguir cumpliendo mis objetivos.

Mireya Del Rocío De La Torre Alvarado

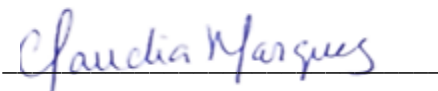
COMITÉ DE EVALUACIÓN



Mgs. Álvaro Leopoldo Moreno Ramírez
Tutor del Proyecto



M.Sc. Viviana Borja
Evaluador 1



M.Sc. Claudia Márquez
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**”



Mireya Del Rocío De La Torre Alvarado



Katty Lissette Miranda Brito

ÍNDICE GENERAL

AGRADECIMIENTO	II
DEDICATORIA	III
COMITÉ DE EVALUACIÓN.....	IV
DECLARACIÓN EXPRESA	V
ÍNDICE GENERAL	VI
RESUMEN	VIII
INDICE DE CUADROS	IX
INDICE DE ILUSTRACIONES	X
ABREVIATURAS.....	XI
1. INTRODUCCIÓN.....	1
1.1 Antecedentes	1
1.2 Definición del problema	3
1.3 Objetivos	4
1.3.1 Objetivo General.....	4
1.3.2 Objetivos Específicos.....	4
1.4 Importancia del estudio.....	4
1.5 Alcance del estudio	5
2. REVISION DE LITERATURA	6
2.1 Teoría de Carteras o Portafolios	6
2.2 Riesgo y Rendimiento.....	6
2.3 Modelo de valoración de activos financieros (CAPM).....	8
2.4 Estructura financiera y valor de la empresa.....	9
2.5 Definiciones y aplicaciones de la valoración de empresas	11
2.6 Propósitos de la Valoración de Empresas	14
3. MARCO METODOLÓGICO	15
3.1 Métodos de valoración de empresas	15
3.1.1 Métodos basados en el balance	15

3.1.2	Métodos basados en la cuenta de resultados.....	15
3.1.3	Métodos Mixtos o Goodwill.....	16
3.1.4	Métodos de opciones reales.....	16
3.1.5	Métodos basados en el descuento de flujos (cash flows).....	17
3.2	El flujo de caja libre (FCF).....	20
3.2.1	Rentabilidad exigida promedio de deuda y acciones como descuento de los flujos de caja libre.....	21
3.3	Etapas en la valoración por flujos de cajas descontados.....	24
3.4	Fuentes de información.....	26
4.	ANÁLISIS TC TELEVISION.....	27
4.1	Análisis PEST.....	28
4.1.1	Análisis Político.....	28
4.1.2	Análisis Económico.....	28
4.1.3	Análisis Social.....	31
4.1.4	Análisis Tecnológico.....	33
4.2	Análisis Interno.....	34
4.2.1	Análisis Financiero de la Empresa.....	34
5.	PRESENTACIÓN Y ANÁLISIS DE RESULTADOS.....	50
5.1	Resultados de la valoración económica de la empresa TC Televisión antes del proceso de incautación.....	50
5.2	Resultados de la valoración económica de la empresa TC Televisión después del proceso de incautación.....	54
6.	CONCLUSIONES.....	60
	REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS.....	62

RESUMEN

La valoración de empresas es una herramienta financiera imprescindible para un estratega o tomador de decisiones en las diferentes oportunidades de negocio que se le presenten ya que generará una estimación del valor de la empresa y de los flujos futuros a percibir. Autores como Pablo Fernández (Fernández, 2008) remarcan que no debe confundirse el valor con el precio, es decir, una correcta valoración permitirá tomar ventaja competitiva en una negociación de compra venta de una empresa ya que no solo habrá evaluado los estados financieros sino la percepción en el mercado de su marca, servicios, canales de distribución, alianzas, etc. por lo que su valor de mercado será superior y no un precio determinado solo por redención de flujos futuros a percibir sin olvidar que existen factores externos que podrían influir negativamente en el desempeño normal de la empresa alterando el pronóstico realizado por el tomador de decisión. En este análisis se aplica la valoración a través de flujos de caja descontados considerando que este método utiliza factores esenciales en el giro de la actividad económica de la empresa como los flujos de caja, la teoría de cartera, el riesgo y rendimientos los cuales serán utilizados para evaluar si la empresa Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. ha logrado mantener o aumentar su valor financiero caso contrario a destruido su valor bajo la administración del Estado. Los insumos para realizar la valoración de la empresa son los balances y estados financieros del periodo 2005-2007 y 2016-2018, mismos que se obtendrán a partir de la información pública proveniente de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Para complementar el estudio, se realizará un análisis del entorno del país en los dos periodos señalados anteriormente

En el primer capítulo, se hace una reseña de la empresa Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. y cómo ha evolucionado desde que el Estado la incautó al Grupo Isaías. También se revisará los objetivos y alcance del estudio, para luego en el segundo capítulo presentar algunos conceptos financieros necesarios que el desarrollo del presente trabajo. En el tercer capítulo se describirá la metodología y supuestos a considerar que se utilizaran para evaluar la empresa objeto de estudio En el cuarto capítulo se realizará un análisis específico del entorno de la empresa y se presentarán los resultados del análisis de la valoración financiera realizada en los dos períodos de tiempo estudiados. Finalmente, en el quinto capítulo se realizarán las respectivas conclusiones y recomendaciones del caso.

INDICE DE CUADROS

Cuadro 1. Tasas de descuento aplicables para la valoración por los flujos de caja.....	18
Cuadro 2. Cálculo del Free Cash Flow	20
Cuadro 3. Indicadores de TIC 2019 a nivel Nacional.....	34
Cuadro 4. Ingresos anuales Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. (2005-2007).....	34
Cuadro 5. Ingresos anuales Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. (2016-2018).....	34
Cuadro 6. Gastos totales Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. (2005-2007).....	35
Cuadro 7. Gastos totales Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. (2016 – 2018)	36
Cuadro 8. Estado de Pérdidas y Ganancias totales Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. (2005-2007).....	36
Cuadro 9 Estado de Pérdidas y Ganancias totales Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. (2016-2018).....	37
Cuadro 10. Cuentas de activo anuales del Estado de Situación Financiera de Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. (2005-2007)	37
Cuadro 11. Cuentas de activo anuales del Estado de Situación Financiera de Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. (2016-2018).....	38
Cuadro 12. Variaciones de las cuentas de activo del Estado de Situación Financiera de Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. (2005-2007).....	40
Cuadro 13. Variaciones de las cuentas de activo del Estado de Situación Financiera de Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. (2016-2018).....	40
Cuadro 14. Cuentas de pasivo anuales del Estado de Situación Financiera de Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. (2005-2007).....	41
Cuadro 15. Cuentas de pasivo anuales del Estado de Situación Financiera de Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. (2016-2018).....	42
Cuadro 16. Cálculo de Variación anual bruta de la Industria (2002-2007).....	50
Cuadro 17. Cálculo de tasa Libre de riesgo y Prima de riesgo de mercado 2007	51
Cuadro 18. Cálculo de Costo Patrimonial	52
Cuadro 19. Flujo de caja proyectado (2007-2013)	53
Cuadro 20. Cálculo Valor de la Empresa (2007-2013)	54
Cuadro 21. Cálculo de Variación anual bruta de la Industria (2013-2018).....	55
Cuadro 22. Cálculo de tasa Libre de riesgo y Prima de riesgo de mercado 2018	56
Cuadro 23. Cálculo de Costo Patrimonial	57
Cuadro 24. Flujo de caja proyectado (2018-2023)	58
Cuadro 25. Cálculo Valor de la Empresa (2018-2023)	58

INDICE DE ILUSTRACIONES

Figura 1. Ratio de endeudamiento en función de factores de riesgo	10
Figura 2. Valor, precio y excedente	13
Figura 3. Producto Interno Bruto PIB y Tasas de variación 2008-2019.....	29
Figura 4. PIB per cápita 2008-2019 (Dólares de 2007).....	29
Figura 5. Tasas de variación Valor Agregado Bruto (VAB)	30
Figura 6. Inflación 2008-2019	32
Figura 7. Empleo pleno, subempleo y desempleo en el Ecuador	33
Figura 8. Evolución de los Índices de Liquidez (2005-2007).....	44
Figura 9. Evolución de los Índices de Liquidez (2016-2018).....	45
Figura 10. Evolución de estructura de capital (2005-2007).....	46
Figura 11. Evolución de estructura de capital (2016-2018).....	46
Figura 12. Evolución de los Índices de Rentabilidad (2005-2007)	47
Figura 13. Evolución de los Índices de Rentabilidad (2016-2018)	48
Figura 14. Evolución de los Índices de Solvencia (2005-2007)	48
Figura 15. Evolución de los Índices de Solvencia (2016-2018).....	49

ABREVIATURAS

NOPAT	Beneficio operativo neto después de impuestos
CAPEX	Gasto en capital
AGD	Agencia de Garantías de Depósito
CFN	Corporación Financiera Nacional
INMOBILIAR	Secretaría técnica de gestión inmobiliaria del sector público
UGEMED	Unidad de gestión de medios
SRI	Servicios de Rentas Internas

1. INTRODUCCIÓN

1.1 Antecedentes

Se ha elegido a la razón social Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. como caso de estudio debido a que fue una de las 195 empresas incautadas al grupo económico Isaías por la Agencia de Garantía de Depósitos en el año 2008 como consecuencia de las deudas que éstas mantenían con el Estado por las deudas o pasivos impagos en la quiebra del banco Filanbanco. Entre las 195 empresas del grupo Isaías figuraban doce medios de comunicación entre canales de televisión, estaciones de radio y revistas. El Estado incautó las empresas del Grupo Isaías, con el fin de venderlas y devolver los depósitos a sus acreedores.

Según el informe de rendición de cuentas del período 2018 del canal Tc Televisión publicado en su página oficial; el 19 de marzo del 2009 la extinta Agencia de Garantía de Depósitos (AGD) constituyó el fideicomiso Mercantil AGD no más impunidad, al cual se aportaron las acciones de la compañía incautada Cadena Ecuatoriana de Televisión, pasando estas a formar parte de un patrimonio autónomo, esto es, independiente del constituyente. Este fideicomiso fue luego sustituido por el Fideicomiso Mercantil AGD CFN No más impunidad – Medios.

En el mes de abril del año 2012 se constituye el fideicomiso mercantil de trabajadores de Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A., aportándose al mismo el 12.20% del paquete accionario de la compañía indicada quedando como accionista mayoritario con el 87.80% del paquete accionario el Fideicomiso Mercantil AGD CFN No más impunidad – Medios. Mediante decreto N° 699 del 8 de junio del 2015, se crea la unidad de Gestión de Medios – UGEMED. En el decreto se dispone que la junta del Fideicomiso Mercantil AGD CFN No más impunidad – Medios restituya el 87.80% del paquete accionario de la compañía incautada Compañía Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. a la unidad de Gestión y Ejecución de Derecho Público del Fideicomiso AGD CFN No más impunidad (UGEDEP), para que esta luego transfiera a su vez a la UGEMED todas las competencias, atribuciones, derechos, obligaciones, representaciones y delegaciones que le correspondían respecto del 87.80% del paquete accionario de la compañía incautada Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A.

El decreto N° 699 del 8 de junio del 2015, en su disposición general establece que sendos medios de comunicación incautados, entre ellos Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A.

mantendrá su naturaleza jurídica de sociedad anónima y se considerará medio de comunicación privado, conforme a lo dispuesto en la Ley Orgánica de Comunicación y Ley de Compañías.

El decreto N° 227 del 27 de noviembre del 2017, en su disposición transitoria primera, establece que la Empresa Coordinadora de Empresas Públicas EMCO EP deberá realizar la transferencia de los paquetes accionarios de las sociedades anónimas referidas a favor de la empresa pública Medios Públicos de Comunicación del Ecuador Medios Públicos EP EPMCE.

Finalmente, mediante decreto ejecutivo N° 227 publicado en el suplemento al registro oficial n° 647 del 27 de noviembre de 2017, se dispuso que la empresa Coordinadora de Empresas Públicas transfiera irrevocablemente, a favor de la empresa pública Medios Públicos de Comunicación del Ecuador MEDIOS PUBLICOS EP EPMCE, la propiedad total del paquete accionario de TC Televisión, y por lo tanto asuma todas las obligaciones y derechos, activos y pasivos del medio de comunicación incautado, así como también las competencias, atribuciones, derechos, obligaciones, representaciones y delegaciones en virtud de la transferencia del paquete accionario. En el mes de julio del 2018, el asesor legal de los hermanos Isaías interpuso una medida cautelar para proteger los bienes y propiedades hasta que se resuelva el fondo del proceso de reparación integral dictaminado por el Comité de Derechos Humanos de la Organización de las Naciones Unidas (ONU), por las incautaciones realizadas, cuya fuente es la resolución AGD-UIO-GG-2008-12 de 8 de julio de 2008. Según el asesor legal de los hermanos Isaías que consta en el expediente judicial, el Comité de la ONU falló a favor de sus representados el 6 de junio de 2016 por considerar que existió una violación del derecho a las debidas garantías de los exbanqueros durante las incautaciones de bienes en el gobierno del Sr. Rafael Correa, por lo tanto, los bienes debían ser devueltos a sus propietarios originales. Posteriormente, el Banco Central del Ecuador, Inmobiliar y la Procuraduría General del Estado (entidades gubernamentales) apelaron a dicha resolución y pedían la revocatoria de la misma. No obstante, tras la audiencia que se realizó el 21 de septiembre del 2018, la Corte falló a favor de los Hermanos Isaías. A la fecha de este informe dicho proceso legal se ha hecho extensivo y aplicable a Tc Televisión, cuya resolución final depende de eventos futuros inherentemente inciertos. (Notas a los estados financieros de Tc televisión del 2018, p. 2)

La Compañía Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. (Tc Televisión), sobre la cual se realizó el análisis inicia sus actividades el 15 de agosto de 1968 y su actividad económica

principal es: Actividades de producción en cinta u otro medio de grabación de programas de estaciones de televisión.

Sus instalaciones en la ciudad de Guayaquil y Quito se encuentran ubicadas en Cdla. Adace, Av. De las Américas, solar 4, manzana 60 frente al Centro de Convenciones Simón Bolívar y en Av. Ruiz Castilla 997 y Murgeon respectivamente.

Cadena Ecuatoriana de televisión C.A. (Tc Televisión) opera en todas las regiones del Ecuador a excepción de Galápagos. Su señal es a través de canal 10 para Guayaquil y Quito.

Su eslogan es “Tc Mi Canal”. Han sido los pioneros en implantar la tecnología de Televisión digital terrestre (TDT). La Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. hasta el año 2018 contaba con una planilla de 478 colaboradores.

1.2 Definición del problema

En julio de 2008, la Agencia de Garantía de Depósito –AGD- mediante resolución n° AGD-UIO-GG-2008-12 del 08 de julio del 2008 intervino e incautó 195 empresas del grupo Económico Isaías, como consecuencia de las deudas que éstas mantenían con el Estado por las deudas o pasivos impagos en la quiebra del banco Filanbanco, perteneciente al grupo Isaías en 1998, monto que asciende al menos a 661 millones de dólares, en el contexto de la crisis financiera más graves en la historia del país.

Entre las 195 empresas del grupo figuraban doce medios de comunicación entre canales de televisión, estaciones de radio y revistas. El Estado incautó las empresas del Grupo Isaías, con el fin de venderlas y devolver los depósitos a sus acreedores. Entre esas empresas incautadas se encontraba TC Televisión.

A once años de la incautación la situación de las empresas no es la misma, muchas han perdido su posición en el mercado, reduciendo sus ingresos, otras se encuentran a pérdida e incluso están quebradas o en virtuales procesos de liquidación, por lo cual al menos se estima que “el valor” del grupo de empresas se ha destruido en manos de la administración del estado y gran parte de sus activos fijos se han perdido o se han deteriorado. Esto evidencia las falencias de la gestión del estado en las empresas incautadas y pone en duda la finalidad inicial que justificaban la acción de incautación: “Recuperar activos para la venta y devolver los depósitos a sus acreedores de Filanbanco”.

La venta de los medios de comunicación incautados al Grupo Isaías no ha prosperado debido a que existen medidas cautelares producto de una acción de protección que fue interpuesto por los abogados de la familia Isaías. Once años después de su incautación, medios como Cablevisión (CN3 Cablenoticias) o Editorial Uminasa han quebrado y están en liquidación, otros siguen bajo la tutela del Estado, que ha asignado nuevos administradores y modificado en parte la programación y la línea editorial.

Por lo anterior, surge la interrogante en determinar si bajo la administración del Estado la empresa Cadena Ecuatoriana de Televisión (Tc Televisión) ha logrado mantener o aumentar su valor financiero caso contrario ha destruido su valor.

1.3 Objetivos

1.3.1 Objetivo General

Determinar los cambios en el valor de la empresa CADENA ECUATORIANA DE TELEVISIÓN C.A. (TC TELEVISION) una década después del proceso de incautación de parte del estado ecuatoriano utilizando el método de flujo de caja libre para determinar la eficiencia de la administración del estado en el medio de comunicación incautado.

1.3.2 Objetivos Específicos

- Definir el método de valoración financiero a utilizarse y los supuestos empleados para analizar el valor de la empresa CADENA ECUATORIANA DE TELEVISIÓN C.A. (TC TELEVISIÓN) antes y después del proceso de incautación.
- Analizar la situación financiera de la empresa CADENA ECUATORIANA DE TELEVISIÓN C.A. (TC TELEVISION) antes y después del proceso de incautación.
- Determinar el valor de la empresa CADENA ECUATORIANA DE TELEVISIÓN C.A. (TC TELEVISION) antes y después del proceso de incautación.

1.4 Importancia del estudio

El análisis de la compañía Cadena Ecuatoriana de Televisión (Tc televisión) es importante para determinar la eficiencia de la administración del Estado en el medio de comunicación incautado. Determinando a través de un análisis cuantitativo mediante análisis

financiero y valoración de activos, en este caso valoración de empresas, los cambios en el valor creado por esta empresa de medios de comunicación bajo 12 años de administración por parte del estado ecuatoriano.

1.5 Alcance del estudio

En el presente estudio se pretende determinar los cambios en el valor de la empresa CADENA ECUATORIANA DE TELEVISIÓN C.A. (TC TELEVISION) una década después del proceso de incautación del estado ecuatoriano para determinar la eficiencia de la administración del estado en el medio de comunicación incautado y aportando de esta manera al sector educativo, social y económico con un análisis técnico acerca del rol del Gobierno Ecuatoriano como administrador de empresas privadas pertenecientes al sector de las telecomunicaciones y su eficiencia en la creación de valor de las mismas.

Los estados financieros referenciales para analizar y determinar el valor de la empresa serán de los períodos contables 2005 – 2007 y 2016 – 2018 mismos que se obtendrán a partir de la información pública proveniente de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. Para complementar el estudio, se realizará un análisis del entorno del país en los períodos señalados anteriormente.

2. REVISION DE LITERATURA

2.1 Teoría de Carteras o Portafolios

La teoría de carteras o portafolios fue iniciada en 1952 por Harry Markowitz y tiene como finalidad medir el riesgo de los activos financieros para ayudar a los inversionistas a diversificarlo y elegir una cartera óptima de activos que le proporcione los rendimientos esperados (Jiménez W., Xiu R. 2018).

Una de las razones por la cual es referente el modelo de Portafolios de Markowitz es que considera el rendimiento esperado en el largo plazo y la volatilidad esperada en el corto plazo.

En la teoría de carteras aplicada a valoración de activos, *“los inversores no valoran cada activo de forma independiente sino en relación con el conjunto o de una cartera de activos en la que se inserta el activo”* (Troncoso, 2008).

Los criterios de decisión que los inversionistas utilizan para elegir entre diferentes activos o su combinación dependen del rendimiento que estos les ofrezcan así como su predisposición al riesgo.

Los analistas financieros, gestores, corredores de bolsa, etc son los encargados de componer la cartera o portafolios de acciones, bonos y cualquier otro activo que maximice el rendimiento de los inversores.

2.2 Riesgo y Rendimiento

En la teoría financiera el riesgo describe a los diferentes fenómenos probabilísticos que pueden ocurrir en un plazo determinado, donde el riesgo financiero es “la variabilidad de la tasa de rendimiento de las inversiones” (Troncoso, 2008)

Existen diferentes métodos para medir el riesgo de los activos en el mercado de valores, entre los más destacados se encuentra: el Modelo de Medias y Varianzas (MMV) de Markowitz (1952), también conocido como Modelo de Selección de Portafolios de Markowitz.

Este modelo consiste en una teoría que describe como encontrar la composición óptima de una cartera de inversión bajo ciertos criterios de riesgo y rendimiento aceptados y esperados por el inversor. (Markowitz, H. 1952, p. 77-91), y tiene como punto de partida las siguientes hipótesis:

- El rendimiento de cualquier portafolio es considerado una variable aleatoria, para la cual el inversionista estima una distribución de probabilidad para el periodo de estudio. El valor esperado de la variable aleatoria es utilizado para cuantificar la rentabilidad de la inversión

- La varianza o la desviación estándar son utilizadas para medir la dispersión, como medida del riesgo de la variable aleatoria rentabilidad; esta medición debe realizarse en forma individual, a cada activo y a todo el portafolio.

- La conducta racional del inversionista lo lleva a preferir la composición de un portafolio que le represente la mayor rentabilidad, para determinado nivel de riesgo.

Es importante conocer la posición del inversionista ante el riesgo ya que de este depende su decisión acerca de los activos en los que se desea invertir, un inversionista propenso al riesgo se inclina hacia mayor riesgo esperando un mayor rendimiento, por otro lado un inversionistas adverso al riesgo solo invertirá en la medida que a menor riesgo pueda obtener un poco más de rendimiento y por último un inversionista con una posición neutral buscará un equilibrio entre el riesgo y rendimiento para asegurarse de no perder toda su inversión.

La medición del riesgo siempre genera expectativas para los inversionistas debido a que es difícil medir con certeza este indicador, solamente se puede hacer una aproximación a este valor mediante los diferentes métodos existentes. La medida más cercana conocida a este valor es la desviación estándar, esta “mide la dispersión del rendimiento de una inversión alrededor del rendimiento esperado” (Gitman, Lawrence y Zutter. 2012, p.293)

El rendimiento esperado puede medirse por la media, esta medida de rentabilidad es igual al promedio ponderado de los rendimientos esperados individuales de los activos que componen la cartera de inversión. (Collatti, 2002, p. 39)

El riesgo y el rendimiento son dos criterios de decisión muy importantes para los inversores, de estos depende la factibilidad de inversión y la diversificación del riesgo de acuerdo al portafolio que se elija conformar.

2.3 Modelo de valoración de activos financieros (CAPM)

Es un modelo de valoración de activos financieros que permite calcular la rentabilidad que un inversor debe exigir al realizar la inversión en un activo financiero, en función del riesgo financiero que está asumiendo o riesgo sistemático.

Se trata de un modelo teórico basado en el equilibrio del mercado. Es decir, se presume que la oferta de activos financieros iguala a la demanda. La situación del mercado es de competencia perfecta y, por tanto, la interacción de oferta y demanda determinará el precio de los activos. Además, existe una relación directa entre la rentabilidad del activo y el riesgo asumido. A mayor riesgo mayor rentabilidad de tal modo que si pudiésemos medir y otorgar valores al nivel de riesgo asumido, podríamos conocer el porcentaje exacto de rentabilidad potencial de los distintos activos.

El CAPM fue introducido gracias a Treynor (1961, 1962), Sharpe (1964), Lintner (1965a, b) y Jan Mossin (1966) de forma independiente, basándose en el trabajo anterior de Markowitz (1952, 1959) sobre diversificación y teoría moderna de la cartera. Sharpe, Markowitz y Miller recibieron conjuntamente el Premio Nobel de Economía en 1990 por esta contribución al campo de la economía financiera. Black (1972) desarrolla otra versión de CAPM, llamada Black CAPM o CAPM de beta cero, que no asume la existencia de un activo sin riesgo. Esta versión fue más robusta frente a las pruebas empíricas y fue influyente en la adopción generalizada del CAPM.

Se debe tener en cuenta que el modelo CAPM únicamente toma en consideración el riesgo sistemático. Sin embargo, dentro del riesgo total de un activo financiero también se incluye el riesgo no sistemático o diversificable, es decir, el riesgo intrínseco del activo en cuestión.

El modelo CAPM, trata de formular este razonamiento y considera que se puede estimar la rentabilidad de un activo del siguiente modo:

Ecuación 2.1

$$K_e = r_f + \beta (R_m - R_f).$$

Donde:

K_e : retorno de inversión solicitada por los accionistas el cual refleja el riesgo de sus activos financieros.

R_f : es la rentabilidad de un activo sin riesgo

R_m : es igual a la rentabilidad del mercado.

β : el beta de la empresa y es una medida de la sensibilidad de la rentabilidad de un activo financiero (en este caso la acción de la empresa) ante cambios en la rentabilidad de una cartera de referencia o comparación.

La rentabilidad esperada del activo vendrá determinada por el valor de Beta como medición del riesgo sistemático. Por tanto, el beta nos indica cómo variará la rentabilidad del activo financiero si lo comparamos con la evolución de una cartera o índice de referencia. Habitualmente, la cartera o índice de referencia corresponderá al índice bursátil más representativo donde se negocia el activo financiero. (Coronado Vaca, 2011).

Una vez que el retorno esperado K_e , es calculado utilizando CAPM, los futuros flujos de caja que producirá ese activo pueden ser descontados a su valor actual neto utilizando esta tasa, para poder así determinar el precio adecuado del activo o título valor.

2.4 Estructura financiera y valor de la empresa

La composición de la estructura financiera afecta directamente el riesgo y el valor de la empresa. La estructura financiera también llamada estructura de capital o pasivo no es otra cosa que la composición del pasivo o el ratio de endeudamiento.

Depender significativamente de los fondos por deuda permite a los accionistas obtener un mayor rendimiento de la inversión, ya que hay menos capital en el negocio. Sin embargo, esta estructura financiera puede ser arriesgada, ya que la empresa tiene una gran deuda que debe pagarse.

La estructura financiera describe también el origen de todos los fondos que una empresa utiliza para adquirir activos y pagar los gastos. Solo hay dos tipos de fuentes para todos esos fondos: i) Financiamiento por deuda, principalmente de préstamos bancarios y venta de bonos y ii) Acciones de los propietarios provenientes del capital pagado y de las ganancias retenidas.

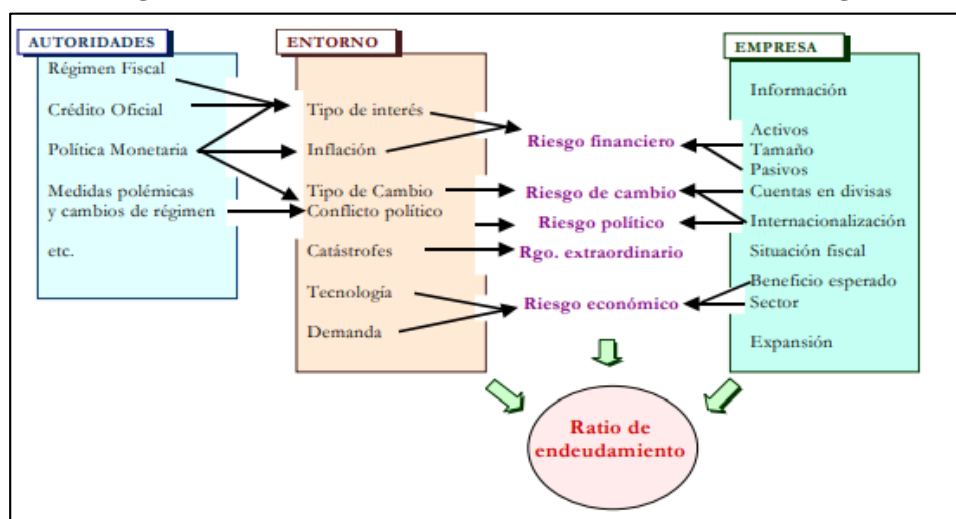
Las tasas de interés van a definir el apalancamiento financiero de la compañía y determina cómo los propietarios y los acreedores comparten los riesgos y las recompensas dados por el desempeño del negocio.

Toda decisión financiera involucra un riesgo potencial, en este sentido puede citarse a Gitman & Zutter (2012), quienes definen el riesgo financiero como *“la incertidumbre en torno al rendimiento que ganará una inversión o, en un sentido más formal, el grado de variación de los rendimientos relacionados con un activo específico”*.

A nivel microeconómico existen una serie de factores que pueden explicar el nivel de endeudamiento en una empresa, entre los que se incluyen el tamaño, el sector, el ámbito geográfico, etc.

Como muestra la siguiente figura, todos los factores que determinan la estructura financiera de las empresas condicionan también el nivel de riesgo asociado a invertir en dicha empresa. Eso es debido a que el riesgo es un elemento primordial en la obtención del financiamiento y el coste que se ha de pagar por éste (Galindo, 2005).

Figura 1. Ratio de endeudamiento en función de factores de riesgo



Fuente: Galindo (2005).

El riesgo puede entenderse como la diferencia entre el resultado obtenido y el planificado ya sea que esté por encima o por debajo de lo proyectado. A una mayor exposición del inversionista hacia el riesgo este último demandará una alta tasa de rentabilidad. La tasa de rentabilidad esperada o exigida por el inversionista muestra el nivel de riesgo a los cuales están

sujetos los flujos de efectivo. Los mismos que serán proyectados dependiendo de las exigencias del inversionista. El Costo patrimonial es el costo de elegir invertir en un determinado portafolio, es decir es el retorno que se deja de obtener por no invertir todos los activos financieros en un portafolio con similares tasas de riesgo. El motivo primordial de su proyección es enseñar el costo a la cual están sujetas las diferentes fuentes de recursos empleadas para financiar el proyecto: recursos propios de la empresa y deuda solicitada a terceros. Hoy en día existen diferentes modelos para estimar el costo de los recursos propios, siendo el más utilizado el de valoración de activos financieros (Glenda Valdiviezo et Cesar Mariscal, 2017).

2.5 Definiciones y aplicaciones de la valoración de empresas

La valoración de las empresas se puede comprender cuando manejamos correctamente cómo está definida, sus problemas, objetivos y propósitos con los que tiene que trabajar el analista financiero en el ejercicio de su profesión, por esa razón veremos a continuación los principales conceptos referente a este tema.

La necesidad de valorar a una empresa en la actualidad se ha vuelto primordial por lo cual la valoración se orienta básicamente hacia la distinción entre valor y precio, se debe tener toda la claridad de estos dos conceptos al enfrentarse a una negociación o decisión estratégica. Al respecto, una empresa tiene distinto valor tanto como para el comprador como para el vendedor (Fernández, 2008).

Fernández (2008) Detalla el siguiente ejemplo: Una empresa extranjera muy avanzada en lo que respecta a tecnología desea adquirir otra empresa nacional, conocida en el mercado, para de esta manera darse a conocer en ese nicho de mercado o industria aprovechando el prestigio que goza esa empresa a través de su marca. En este caso, el inversionista internacional tan sólo valorará la marca a través de sus estados financieros pero no valorará los activos fijos como las instalaciones, maquinaria, entre otros, ya que él mismo dispone de tecnología más avanzada. Por el contrario, el vendedor dará mayor énfasis en la valoración de sus recursos materiales debido a que deben seguir produciendo. Para el comprador es necesario que se verifique el valor máximo que quisiera cancelar; por otro lado la persona que vende tiene el valor mínimo por el que se debe aceptar en la venta, ambas cantidades son la que se comparan en una transacción que tiene como objetivo determinar el precio que mantenga un punto intermedio para las partes.

Se entiende por valor de empresas según la definición de Caballer (1994), es aquella parte de la economía en la que mediante una hipótesis se puede estimar un valor a la organización, a través de los respectivos cálculos tanto matemáticos y financieros basados en informaciones de respaldo con carácter técnico y económico, esto con la finalidad cumplir los objetivos.

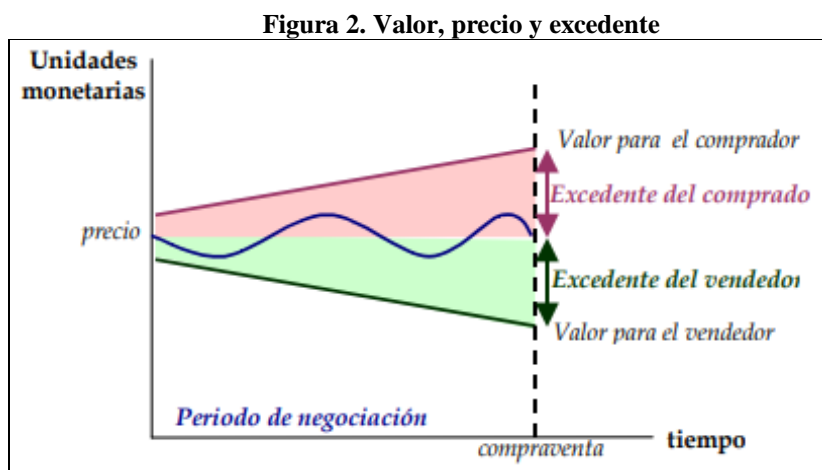
Valorar la situación económica de una organización no es tarea exclusivamente técnica: valorar es emitir la percepción del evaluador, que es imparcial, técnico y subjetivo. (López Lubian & De Luna Butz, 2001). Como cualquier análisis, este puede estar sobrevalorado o subvalorado. Por consiguiente, no hay valor absoluto y exclusivo para una realidad económica. Los autores también indican que “una valoración correcta es aquella que está bien fundamentada técnicamente, y se basa en supuestos razonables, teniendo en cuenta la perspectiva subjetiva del evaluador que lleva a cabo la valoración de la organización ya sea esta pública o privada”.

Es importante para los administradores saber desde el punto de vista financiero cuánto vale una empresa para la toma de decisiones sean estas financieras, económicas, de mercado, estratégicas, jurídicas, laborales, para obtener los resultados esperados o superiores, al respecto, Viñolas y Adserá (1997) indican que la valoración se utiliza para anticipar amenazas y oportunidades evaluando puntos fuertes como débiles, así como, para distinguir los activos necesarios para la explotación; como cuáles son las variables claves para la empresa y cuanto pueden desviarse de lo esperado.

El valor, a grandes rasgos, es una idea que se tiene acerca del precio que se puede pedir u ofrecer por algo y, a la inversa, el precio es el producto de una relación de fuerzas entre dos o más estimaciones del valor de una cosa (Galindo, 2005). De esta manera, cuanto más perfecto sea un mercado, el precio más se aproximará al concepto clásico de precio dado, pero si es posible que algún agente provoque una perturbación en las cotizaciones, entonces el precio de mercado estará, en mayor o menor medida, en función de las expectativas de esa parte negociante.

Galindo (2005), utiliza la siguiente gráfica, para explicar las funciones de valor y precio con respecto al tiempo de negociación, bajo el supuesto que en algún momento, se llega a un acuerdo. El valor es la consecuencia de una apreciación unilateral. En este ejemplo ilustrativo, se ha supuesto que el interés del comprador va en aumento, debido a cierto efecto de impaciencia, mientras que la urgencia de liquidez puede ser un factor apremiante para el

vendedor. Cuanto más tiempo transcurre, más probable es que se llegue a realizar la compraventa, pues aumentan, por término medio, los excedentes de ambas partes.



La escasez de información es la principal causa de imperfección en los mercados, lo cual trae como consecuencia un coste tanto para la compra como para la venta, ya que al comprador le supone un menor valor y al vendedor una mayor inversión, reduciendo sus excedentes.

Para valorar una empresa se puede utilizar muchos métodos, dependiendo del sujeto que valora y la finalidad con que lo hace, sin embargo, las fuentes de información deben ser las más objetivas posibles acerca del negocio, a fin de comparar el valor que la empresa pueda tener para cada sujeto decisor con un eventual precio de mercado. No es en la búsqueda y tratamiento de dicha información donde entra en juego la situación o interés de cada agente, sino en la posterior formulación de métodos valorativos, donde se utilizará de un modo u otro las cantidades objetivamente obtenidas. Antes de aplicar cualquier método de valoración hará falta cuantificar una serie de circunstancias referentes a la empresa, unas más cuantitativas que otras y muchas de ellas, además, en forma de previsión (Galindo, 2005).

Así, la valuación correcta de una empresa a más de los estados financieros y la metodología a usar para pronosticar los flujos futuros debe considerarse los factores externos

que podrían influir negativamente en el desempeño normal de la empresa alterando el pronóstico realizado por el tomador de decisión. (López y De luna, 2001).

De acuerdo a la definición aportada por Stewart (2000), el valor económico agregado puede calcularse como una medida de beneficio residual que se obtiene al restar el costo de los recursos utilizados de los beneficios operativos netos generados por la empresa y puede realizarse sobre valores históricos o proyectados.

2.6 Propósitos de la Valoración de Empresas

Fernández (2017) menciona que existen variedad de razones para obtener el valor de una empresa entre las cuales menciona las citadas a continuación:

- Transacciones de oferta y demanda en las cuales se indica el máximo precio a pagar y el mínimo precio a vender.
- Apertura de capital, con lo cual se demuestra el precio al que se ofrecen las acciones a los interesados o público en general.
- Decisiones estratégicas: Para determinar si es factible seguir en el giro del negocio de la empresa, llevar a cabo una fusión, venderla al mejor precio de mercado o a su vez adquirir nuevas firmas. También es importante corroborar si se continúa con la línea de producción existente o se la debe mejorar para aumentar las ventas y de esta forma captar más clientes.
- Planeación estratégica: Se refiere a la búsqueda de cada una de las fuentes que participan en la creación o no de valor de una firma.
- Teorías de retribución con énfasis en la creación de valor: Se refiere a la determinación monetaria en cuanto a la creación de valor o no, encargado a los diferentes directivos que serán evaluados.
- Herencia y testamentos: Se refiere a la determinación del valor de los activos que van a sucederse a lo largo del tiempo en la organización.

3. MARCO METODOLÓGICO

La valoración de una empresa cuando no exista un precio de mercado de referencia, obliga a utilizar uno o varios métodos que nos aproxime al valor real de la empresa, si bien el precio final estará sujeto a un proceso de negociación entre la parte compradora y la vendedora en el que se considerarán múltiples elementos y factores.

3.1 Métodos de valoración de empresas

Fernández (2017), plantea cinco grupos de métodos de valoración: i) métodos basados en el balance de la empresa; ii) métodos basados en la cuenta de resultados; iii) métodos mixtos; iv) opciones reales y v) métodos basados en el descuento de flujos, los cuales se explican a continuación:

3.1.1 Métodos basados en el balance

Fernández (2017) sostiene que este tipo de métodos buscan cuantificar el valor de una firma a través de que se realice una estimación del valor de las propiedades y bienes y por lo tanto consideran que el valor financiero de una firma tiene como fuente principal sus balances contables es decir en sus activos. Este método proporciona el valor financiero de una firma desde un punto de vista objetivo es decir que no toma en consideración la evolución de la firma a lo largo del tiempo, el valor temporal del dinero, ni otras variables que también afectarían al valor como pueden ser: el escenario del sector donde se desenvuelve la firma, problemas con la selección del talento humano, estructura organizacional, contratos, entre otros, que no se ven reflejados en los balances financieros.

3.1.2 Métodos basados en la cuenta de resultados

Fernández (2017) menciona que estos métodos tiene como objetivo establecer el valor financiero de la firma a través de la importancia de los beneficios obtenidos por las ventas ordinarias o cualquier otro ingreso que el analista o evaluador decida emplear; usualmente se realizan valoraciones breves de firmas dedicadas a la producción de cemento que multiplican su capacidad de producción anual en toneladas por un múltiplo. También es frecuente valorar estacionamientos de automóviles multiplicando el número de plazas por un múltiplo y valorar

empresas de seguros multiplicando el volumen anual de primas por un múltiplo. En esta categoría se incluyen los métodos basados en el PER (iniciales de price earning ratio): según este modelo, el valor de la acción es un múltiplo del beneficio neto a percibir.

Uno de los métodos basados en la cuenta de resultados es el método del Valor de las Ganancias, a través del cual el valor de las acciones resulta multiplicando las ganancias netas anuales por un ratio denominado PER (iniciales de price earning ratio).

Otro método es a través de los dividendos, considerando que estos son los pagos periódicos a los accionistas y que determinan, en la mayor parte del tiempo, el único flujo periódico que perciben las inversiones. En base a este modelo, se considera al valor actual de los retornos que deseamos conseguir como el valor de una inversión. Para el caso de perpetuidad, esto es, una empresa de la que se esperan dividendos constantes todos los años.

Un tercer método denominado Múltiplo de las ventas, se lo emplea en algunos sectores con cierta habitualidad y su forma de cálculo consiste en multiplicar sus ventas por un determinado número.

3.1.3 Métodos Mixtos o Goodwill

Estos modelos parten de la premisa de que se realizan dos tipos de valoraciones: en relación a los activos de la firma se aplicaría una valoración estática y otra que agregue dinamicidad a la valoración porque estas tratan de cuantificar el valor que llegase a generar la firma en el futuro. A grandes rasgos se trata de métodos cuyo objetivo es la determinación del valor de la empresa a través de la estimación del valor conjunto de su patrimonio más una plusvalía resultante del valor de sus beneficios futuros: comienzan con la valoración de los activos de la empresa y luego le suman una cantidad relacionada con los beneficios futuros.

3.1.4 Métodos de opciones reales

Una opción real forma parte en un proyecto de inversión cuando existe alguna posibilidad futura de actuación al conocerse la resolución de alguna incertidumbre actual. Por ejemplo las concesiones petrolíferas. El pozo de petróleo se explotará o no dependiendo del precio futuro del petróleo. Otra opción real es el diseño de un nuevo producto, es decir, la

empresa tiene la opción de ampliar instalaciones productivas o de cancelar la distribución en función del crecimiento futuro del mercado.

Otros tipos de opciones reales son: opciones de aplazar la inversión, opciones de ampliar negocios, opciones de cambio de abandonar negocios, opciones de cambio de utilización de unos activos. (Fernández, 2008)

3.1.5 Métodos basados en el descuento de flujos (cash flows)

Fernández (2017) mantiene que estos métodos de valoración buscan cuantificar el valor de una organización por medio de la estimación de flujos de caja que se generaran a lo largo del tiempo, para posteriormente descontarlos con una tasa de rentabilidad exigida de acuerdo al riesgo de dichos flujos.

El método de descuento de los flujos de caja libre constituye el método de valoración óptimo para el caso de la empresa que será analizada ya que mantiene el supuesto de perpetuidad, es decir que se esperan retornos de las acciones, de acuerdo al nivel de riesgo que el inversionista aceptó por lo que se considera que este método es el más indicado para valorar a una organización ya que permite descontar los flujos futuros esperados.

Los modelos de descuento de flujos de dinero se fundamentan en pronosticar al detalle cada período, de cada uno de los rubros conectados a la generación de los flujos de caja correspondientes a las actividades operativas de la firma. Se puede determinar en el cobro de las ventas, los pagos por el capital humano operativo, gastos directos e indirectos de fabricación, entre otros.

En la valoración basada en el descuento de flujos se determina una tasa de descuento de acuerdo a cada tipo de flujo de caja. Por lo que es importante determinar adecuadamente la tasa de descuento. En la estimación de la tasa de descuento intervienen principalmente el riesgo del portafolio y su volatilidad actual e histórica. Sin embargo en la práctica, los inversionistas son los que exigen la tasa de descuento mínima para invertir en un portafolio de activos.

Una desventaja de este método de valoración es que la predicción de los flujos futuros se basan en supuestos que lleva consigo un alto nivel de subjetividad.

La fórmula general para el descuento de flujos parte de la siguiente expresión:

Ecuación 3.1
$$V = \frac{FC_1}{1+K} + \frac{FC_2}{(1+K)^2} + \frac{FC_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{FC_n+VD_n}{(1+K)^n}$$

Donde:

FC_i = Flujo de Caja generado por la organización en un determinado periodo (i);

VD_n = Valor de Desecho o valor residual de la firma en un determinado año;

K = Tasa de descuento exigida por los inversionistas

Para calcular el valor de desecho se toma en consideración el último período de evaluación. El flujo de caja libre crecerá a una tasa constante ρ aplicando la siguiente fórmula:

Ecuación 3.2
$$VD_n = FC_i (1+\rho) / (K-\rho).$$

Los distintos flujos de caja que genera una empresa y que se pueden considerar en la valoración son:

- Flujo de caja libre
- Flujo para los accionistas
- Flujo para los proveedores de la deuda

Fernández (2017, p. 10), indica que para cada flujo de caja señalado anteriormente deben considerarse tasas de descuento apropiadas, según se muestra en el siguiente cuadro.

Cuadro 1. Tasas de descuento aplicables para la valoración por los flujos de caja

Flujo de fondos	Tasa de descuento apropiada
CFa. Flujo de caja para los compradores de acciones	Ke. Rentabilidad exigida a los inversionistas
CFd. Flujo para la deuda	Kd. Rentabilidad exigida ponderada a deuda y acciones
FCF. Flujo de fondos libre (free cash flow)	WACC. Rentabilidad exigida ponderada a deuda y acciones

Elaborado por: Autoras a partir de Fernández (2017).

En la siguiente sección se determinará el camino a seguir para determinar el valor de la empresa CADENA ECUATORIANA DE TELEVISIÓN C.A. (TC TELEVISION) y se explicará en detalle la estimación a través del método de flujos de fondos libre.

Una vez analizadas las características y fundamentos de los diferentes métodos de valoración, es importante mencionar los beneficios y desventajas de cada uno de ellos con el fin de determinar el método más idóneo para la valoración económica de la empresa Cadena Ecuatoriana de Televisión.

Los métodos basados en el balance son métodos estáticos de valoración. No consideran la estructura del patrimonio y sus flujos futuros. Además de omitir la reacción de la competencia y el comportamiento del mercado.

Los métodos basados en la cuenta de resultados son métodos de fácil cálculo y son útiles cuando existen empresas comparables a ser comercializadas en los mercados financieros. En el caso ecuatoriano es complejo tener acceso a información que sea confiable y comparable de empresas similares; y particularmente de empresas relacionadas a las telecomunicaciones que hayan sido administradas por el gobierno.

Los métodos de descuento de flujo de fondos son métodos dinámicos que consideran que una empresa tiene valor en la medida de que sea capaz de generar un flujo de caja líquido para sus accionistas. Este método permite observar claramente los factores que generan o destruyen valor, convirtiéndose así en una herramienta de gran precisión para los tomadores de decisiones.

Para el caso del presente trabajo se realizará la valoración de la empresa CADENA ECUATORIANA DE TELEVISIÓN C.A. (TC TELEVISION) a través de flujos de fondos libres, considerando que este método permite observar claramente los factores que generan o destruyen valor, trabaja con datos financieros y son fáciles de justificar. (Correa y Jaramillo, 2007)

Se tendrán dos escenarios y por lo tanto dos valoraciones. Una valoración basada en su información financiera a diciembre de 2007, antes de la incautación por parte del estado y en la cual la empresa CADENA ECUATORIANA DE TELEVISIÓN C.A. (TC TELEVISION) se encontraba administrada bajo un régimen privado; y otra valoración a diciembre de 2018, donde la empresa ya se encuentra bajo la administración estatal.

Posteriormente se hará un análisis comparativo para determinar si durante la gestión del estado se ha creado o destruido el valor de la misma.

La valoración por flujos de cajas descontados se la realizará utilizando el flujo de caja libre de cada año de estudio, misma que se describe a continuación.

3.2 El flujo de caja libre (FCF)

El free cash flow es el flujo de caja operativo que es generado por las actividades de operación de la firma sin tener en cuenta el grado de endeudamiento financiero, después de los impuestos. Es el recurso disponible (dinero) que quedaría para dividir a los copropietarios de una firma después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y corrientes partiendo de la premisa de que no existe deuda es decir no existiría apalancamiento financiero para la empresa.

Cuadro 2. Cálculo del Free Cash Flow

(+) Ingresos totales
(-) Costo de ventas
(=) MARGEN BRUTO
(-) Gastos corrientes
(=) EBITDA ¹
(+) Ingresos extraordinarios
(-) Gastos extraordinarios
(-) Dotaciones a amortizaciones y depreciaciones
(=) EBIT ²
(-) Impuesto a la renta
(=) NOPAT ³
(+) Dotaciones a amortizaciones y depreciaciones
(-) Inversión en activos fijos
(+/-) NOF o capital de trabajo
(=) FREE CASH FLOW

Elaborado por: Las autoras

¹ EBITDA, Earning before interest, taxes, depreciation and amortization por sus siglas en inglés que significa Beneficios antes de intereses, impuestos depreciación y amortización.

² EBIT, Earning before interest and taxes por sus siglas en inglés que significa Beneficios antes de intereses e impuestos.

³ NOPAT, Net Operating Profit After Taxes, por sus siglas en inglés que significa Beneficio Operativo Neto Después de Impuestos.

El cuadro 2 se muestra la obtención del free cash flow a partir del margen bruto. Los impuestos se deben calcular sobre el EBIT directamente: así obtenemos el beneficio neto sin tener en cuenta los intereses, al cual debemos añadirle las amortizaciones del periodo porque no representan un pago sino que constituyen solamente un apunte contable. Además, debemos considerar los importes de dinero que habrá que destinar a nuevas inversiones en activos fijos y a aumentos de RNC (Resta negociada de cuadro, también llamadas necesidades operativas de fondos NOF), ya que dichas sumas deben ser restadas para calcular el free cash flow.

Este método tiene coherencia si la estructura financiera y el riesgo de la inversión son relativamente estables en el tiempo. Con frecuencia se compran y venden empresas empleando una elevada proporción de deuda, que se devuelve en un horizonte de tiempo hasta que la empresa alcanza una estructura de capital apropiada. En estos casos, la asunción de un WACC fijo es inapropiada, y se recomienda el uso del método APV. (Fernández, 2008 y Titman, 2007).

3.2.1 Rentabilidad exigida promedio de deuda y acciones como descuento de los flujos de caja libre

El descuento de los flujos de caja libre se lo realizará utilizando la rentabilidad exigida promedio de deuda y acciones (WACC)⁴.

El WACC se calcula ponderando la rentabilidad exigida de la deuda (K_d) y las acciones (K_e), en base a la estructura o política de apalancamiento de la organización. Finalmente esta sería la tasa de descuento exigida por los inversionistas ya que se valora a la firma en su totalidad es decir deuda más patrimonio. Sin embargo es importante considerar la tasa de rentabilidad exigida a la deuda y al patrimonio en la proporción que financian a la organización.

Ecuación 3.3

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

siendo:

⁴ WACC, Weighted average cost of capital, por sus siglas en inglés que significa Costo promedio ponderado de los recursos.

D: Pasivos es decir el valor de mercado de la deuda;

E: Patrimonio, el valor corriente de las acciones en el mercado

K_d : Es el costo de la deuda previo a intereses e impuestos

T: tasa de interés impositiva del país donde se lleva a cabo la valoración.

K_e : rentabilidad exigida al patrimonio, que refleja el riesgo de las mismas. Es igual a: $r_f + \beta (R_m - R_f)$. Donde “ R_f ” es igual a la rentabilidad de un activo sin riesgo (bono a 10 años) y “ R_m ” es igual a la rentabilidad del mercado. Este modelo para obtener el valor de “ K_e ” se conoce como CAPM o Capital Asset Pricing Model.

β : el beta de la empresa es una medida de sensibilidad de la rentabilidad de un activo financiero (en este caso la acción de la empresa) ante cambios en la rentabilidad de una cartera de referencia o comparación. Por tanto, el beta nos indica cómo variará la rentabilidad del activo financiero si lo comparamos con la evolución de una cartera o índice de referencia. Habitualmente, la cartera o índice de referencia corresponderá al índice bursátil más representativo donde se negocia el activo financiero. (Coronado Vaca, 2011).

La tasa libre de riesgo (R_f) o Risk of free, es un riesgo que no puede ser eliminable, la cual está dada por la rentabilidad de los títulos que emite el Estado. Para el cálculo de este valor se utilizarán las tarifas de los bonos del Tesoro de Estados Unidos en un horizonte de 10 años, alcanzando el 3.01% al 29 de noviembre del 2018.

La segunda variable a determinar es el β (Beta) que se la asocia como una medida de sensibilidad a los movimientos del mercado. Debido a que la empresa CADENA ECUATORIANA DE TELEVISIÓN C.A. no comercializa sus acciones en la Bolsa de valores del país se ha tomado como referencia el beta desapalancado de mercados emergentes de la página web de Damodaran. Posteriormente se apalancó el beta con el riesgo financiero de la empresa estudiada para lo cual se utilizó la siguiente formula:

$$\text{Ecuación 3.4} \quad \beta \text{ apalancado} = \frac{\beta \text{ desapalancado} (1-LT)}{(1-L)}$$

Donde:

L= Deuda financiera/Patrimonio.

Su cálculo se sustentará en los estados financieros de la empresa CADENA ECUATORIANA DE TELEVISIÓN C.A., entendiéndose por deuda todas aquellas obligaciones que generen intereses a corto y largo plazo.

T= Tasa impositiva ecuatoriana.

Para su cálculo se considera un 15% para participación a trabajadores durante los años 2005-2007 mientras que en el período 2016-2018 no se considerará esta tasa por lo que la empresa paso a ser administrada por el Estado. En cuanto al impuesto a la renta se considerará la tasa del 25% excepto para los años 2016 y 2017 que la tasa será del 22% debido a cambios en la legislación tributaria.

Un ajuste a la rentabilidad exigida las acciones es considerar la variable riesgo país, la cual brinda la oportunidad de determinar todo peligro concerniente a operaciones transaccionales y a financiamientos externos. Motivo por el cual la fórmula para el K_e quedaría de la siguiente manera:

Ecuación 3.5 $CAPM = K_e = R_f + \beta (R_m - R_f) + \text{Default Spread}$

La tasa default spread se refiere al riesgo país, cuyo proceso de obtención será a través de la página web <http://www.ambito.com>

Adicional a esto, se debe tener presente lo que plantea la teoría en torno a la estimación de tasas de países emergentes, en donde se suele realizar un ajuste por riesgo país, a través de uno de los siguientes métodos:

- Ajuste de riesgo país (Damodaran), utilizando un default spread, en donde se considera el rendimiento de los bonos locales menos T –Bonds.
- Ajuste de riesgo país (Damodaran), usando la desviación estándar relativa, es decir, la volatilidad del mercado accionario del país X en relación al estadounidense.
- Ajuste de riesgo país (Damodaran), utilizando un default spread más la desviación estándar relativa.
- Ajuste de riesgo país (McKinsey), mediante escenarios futuros sobre eventos riesgosos que puedan afectar a la empresa y asignar probabilidades de ocurrencia.
- Ajuste de riesgo país (McKinsey), en donde se considera otra alternativa con mayor riqueza técnica, basada en la aplicación de Simulación de Montecarlo.

- Ajuste de riesgo país (McKinsey), en el cual se calcula el VAN esperado (promedio de VAN de cada escenario ponderado por sus respectivas probabilidades).

Ajustes que resultarían válidos y comprobados, según cada uno de los autores. Sin embargo, para contexto de la realidad ecuatoriana, se aplicará el rendimiento de los bonos locales menos los T-Bonds de EEUU, debido a que se han identificado diferentes escenarios poco favorables en cuanto a la aplicación de las diferentes alternativas mencionadas arriba; tal es el caso de Damodaran, en donde se debe considerar que Ecuador es un país con altos niveles de riesgo e iliquidez, lo cual limita la realización de dicho cálculo. Además, los ajustes de McKinsey implican tener analistas de diferentes especialidades mismos que evaluaran posibles escenarios y obtendrán una proyección de los flujos de caja de la empresa; de manera que, en base a ello se diría que su complejidad podría limitar su cálculo.

Considerando la literatura mencionada se revisará los valores del Embi publicado en la página de web de ámbito por J.P. Morgan en donde lo define como un “índice de bonos de mercados emergentes, el cual refleja el movimiento en los precios de sus títulos negociados en moneda extranjera. Se la expresa como un índice o como un margen de rentabilidad sobre aquella tasa implícita en bonos del tesoro de los Estados Unidos”.

3.3 Etapas en la valoración por flujos de cajas descontados

En general, para realizar la valoración de la empresa CADENA ECUATORIANA DE TELEVISIÓN C.A. por flujos de caja descontados se seguirá la metodología propuesta por Fernández (2007), misma que debe contener los siguientes aspectos:

- i) Análisis evolutivo de la firma y del sector donde se desarrolla.
 - Análisis económico y financiero
 - Evolución de: cuentas del balance de pérdidas y ganancias y estados de situación financiera; flujos generados; inversiones; financiación de la firma
 - Análisis actual e histórico de la situación financiera de la firma
 - Ponderación del riesgo de la firma
 - Análisis estratégico y competitivo
 - Evolución del sector
 - Análisis de las personas: directivos y empleados

- Evolución de la posición competitiva de la organización
 - Reconocimiento de la cadena de valor
 - Posición competitiva de los competidores con mayor presencia en el sector
 - Identificación de los conductores de valor (value drivers)
- ii) Proyecciones de los flujos futuros
- Previsiones financieras
 - Cuentas de los balances de pérdidas y ganancias y estados de situación financiera.
 - Flujos generados
 - Inversiones
 - Financiación
 - Valor residual o de desecho
 - Previsión de diversos escenarios
 - Previsiones estratégicas y competitivas
 - Evolución del sector y de la posición competitiva de la organización y de sus principales competidores.
 - Consistencia de las previsiones de flujos
 - Consistencia financiera entre las previsiones
 - Comparación de las previsiones con las cifras evolutivas más importantes de la firma.
 - Consistencia de los flujos de efectivo basados en un análisis estructural definido por el evaluador
- iii) Determinación de la rentabilidad exigida de los recursos
- Coste ponderado de la deuda y de la rentabilidad exigida al patrimonio.
- iv) Actualización de los flujos futuros
- Actualizar los flujos de caja previstos a una tasa correspondiente de acuerdo a la situación del mercado. Valor actual del valor residual o de desecho. Valor de las acciones.

- v) Interpretación de los resultados

3.4 Fuentes de información

Los insumos para realizar la valoración de la empresa son los balances y estados financieros del periodo 2005-2007 y 2016-2018, mismos que se obtendrán a partir de la información pública proveniente de la Superintendencia de Compañías, como son los estados financieros, informes de auditoría, informes de gerencia, entre otros. Se especificarán los supuestos utilizados para realizar las proyecciones de los estados de resultados. Para complementar el estudio, se realizará un análisis del entorno del país en los dos periodos señalados anteriormente.

Para el análisis del entorno del país se utilizarán fuentes secundarias, es decir información socializada públicamente en las páginas web de las instituciones que se mencionan a continuación: Banco Central del Ecuador (BCE), Superintendencia de compañías, valores y seguros (SCVS), Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INEC) y artículos periodísticos relevantes que se encuentren relacionados al tema.

4. ANÁLISIS TC TELEVISION

Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. CETV Canal 10, es una compañía anónima de derecho privado con finalidad de lucro, su objeto es la prestación de servicios públicos de comunicación con responsabilidad social. Fue incautada por el Gobierno Nacional en el año 2008 y actualmente se encuentra controlada y regulada por la Agencia de Regulación y Control de la Telecomunicaciones Arcotel.

Durante el 2018 el área de Desarrollo Humano realizó la actualización de la estructura organizacional, con revisiones generales y exhaustivas de las áreas, departamentos, centros de costos, cargos y líneas de reportajes con el objetivo de tener una estructura organizacional que permita optimizar los procesos para poder contar con el personal necesario. (Informe de Gerencia de Tc televisión del 2018, p.5)

La Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. Canal 10 TC Televisión, pertenecía al Banco la Filantrópica, posteriormente llamado como Filanbanco “El Banco del Ecuador”, a la muerte de Nahím Isaías Barquet sus acciones se dividieron entre los siguientes socios: Roberto Isaías Dassum propietario del mayor número de acciones, seguido de Estéfano Isaías Dassum, Mercedes Plaza de Isaías, Patricia Isaías de Estrada y Amira Isaías de Antón.

El cuadro directivo de la Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. Canal 10 TC Televisión, antes de la intervención por parte del Gobierno, estaba dada de la siguiente manera:

Presidente Ejecutivo: Roberto Isaías Dassum; Vicepresidente: Estefanía Isaías Plaza; Gerente General: Jorge Kronfle; Gerente Regional Quito: Eduardo Torres; Jefe Técnico Guayaquil: Andrés Peñafiel; Jefe Técnico Quito: Francisco Suárez; Gerente de Programación Nacional: Blanca Ugarte; Jefe de Operaciones: Manuel Tanús

Para el año 2018, 10 años después de la intervención mediante decreto N° 227 del 27 de noviembre del 2017, se transfirieron los paquetes accionarios a favor de la Empresa Pública Medio Públicos de Comunicación del Ecuador (EPMPCE), tal como se encuentra registrado en la página web de la Superintendencia de Compañías. También consta como accionarios el Fideicomiso de los Trabajadores de la Cia. Cadena Ecuatoriana De Televisión C.A. Canal 10 CETV.

El cuadro directivo de la Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. Canal 10 TC Televisión, después de la intervención por parte del Gobierno, estaba dada de la siguiente manera:

Presidente Ejecutivo: Martha Guerrero Moncayo; Gerente General: Mario Balladares Paredes.

4.1 Análisis PEST

4.1.1 Análisis Político

La situación política en el Ecuador no es la mejor. En este periodo presidencial, el gobierno ha cambiado a tres vicepresidentes además de las dificultades que ha presentado para sostener una mayoría legislativa que si bien logró aprobar una reforma tributaria, días después no alcanzó el apoyo necesario para pasar la Proforma Presupuestaria de 2020 en el Legislativo.

En octubre de 2019, Ecuador vivió dos semanas de protesta social por las medidas establecidas para sobrellevar la crisis económica que implicaban la eliminación de subsidios, misma que fue abolida posteriormente, mostrando que el gobierno no contaba con alternativas para paliar la crisis.

En el año 2020 durante la pandemia de covid-19, fueron evidenciados casos de corrupción, que involucraban a representantes de la Asamblea, mismos que posteriormente fueron separados.

Ante la baja credibilidad de este gobierno, el emprendimiento ciudadano, la participación de las organizaciones privadas tanto nacionales como extranjeras son el camino para que los requerimientos sociales puedan ser resueltos, y se alcance aquella estabilidad que requiere cada persona para poder convivir en medio de la sociedad.

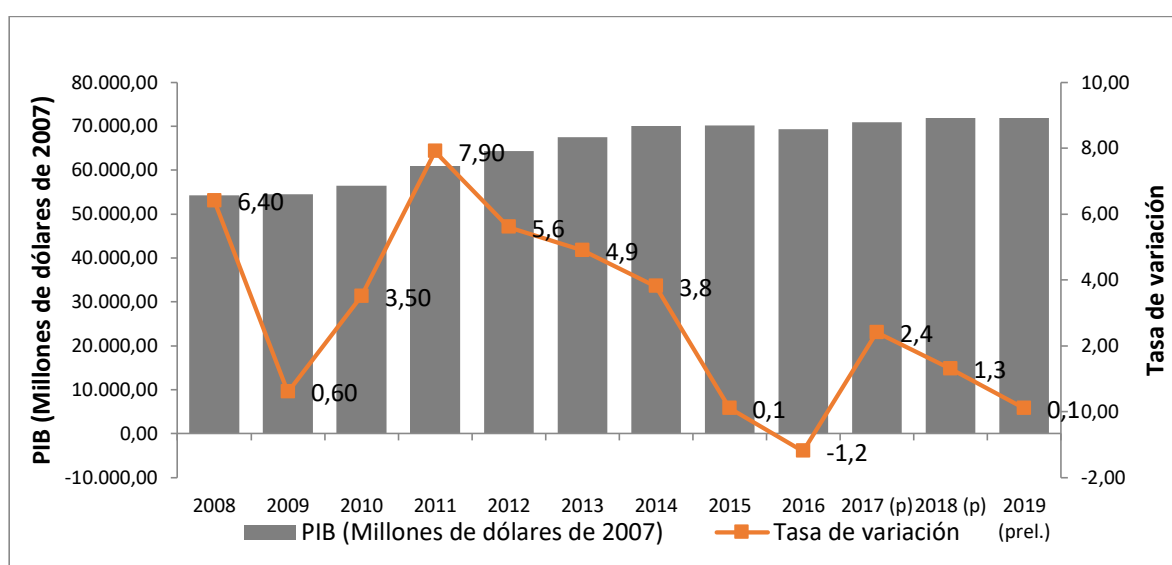
4.1.2 Análisis Económico

El año 2019 cerró con un crecimiento de 0,1% en la economía ecuatoriana, según los datos de las Cuentas Nacionales del cuarto trimestre de 2019, publicados por el Banco Central del Ecuador, una caída respecto a 2018 pero por encima de las previsiones oficiales, gracias a un incremento de las exportaciones de bienes y el consumo de hogares. En el 2018, la economía ecuatoriana creció un 1,3% y el Banco Central del Ecuador (BCE) proyectó en enero una contracción marginal de un 0,08% para el 2019, debido al impacto de una huelga nacional que

paralizó al país por casi dos semanas en octubre y dejó pérdidas por alrededor de USD 821 millones.

Es relevante señalar que en el 2008, año en el que se dio la intervención de TC Televisión por parte del Estado, el PIB tenía un incremento del 6,40%. Esta bonanza se explica en gran medida por los altos precios de petróleo en ese periodo. El PIB y su tasa de variación desde el año 2008 se presentan en la siguiente figura.

Figura 3. Producto Interno Bruto PIB y Tasas de variación 2008-2019

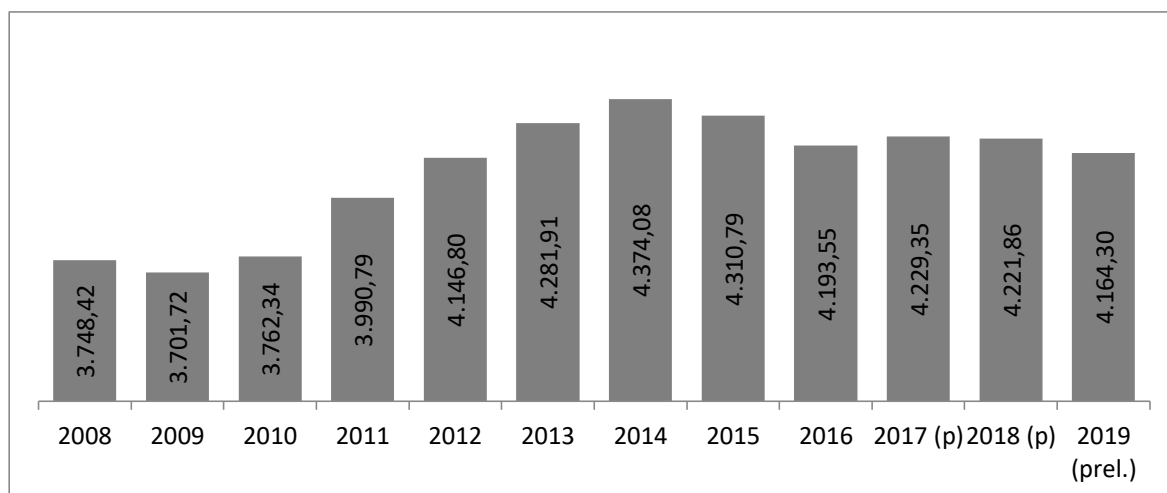


Elaborado por: Autoras

Fuente: Banco Central del Ecuador

El PIB per cápita del 2019 presenta también una caída del 1,36% con respecto al año 2018, al pasar de USD 4.221,86 a USD 4.164,30, según se puede apreciar en la siguiente figura. Sin embargo, con respecto al 2008, año de la intervención del estado, presenta un aumento del 11,09%.

Figura 4. PIB per cápita 2008-2019 (Dólares de 2007)

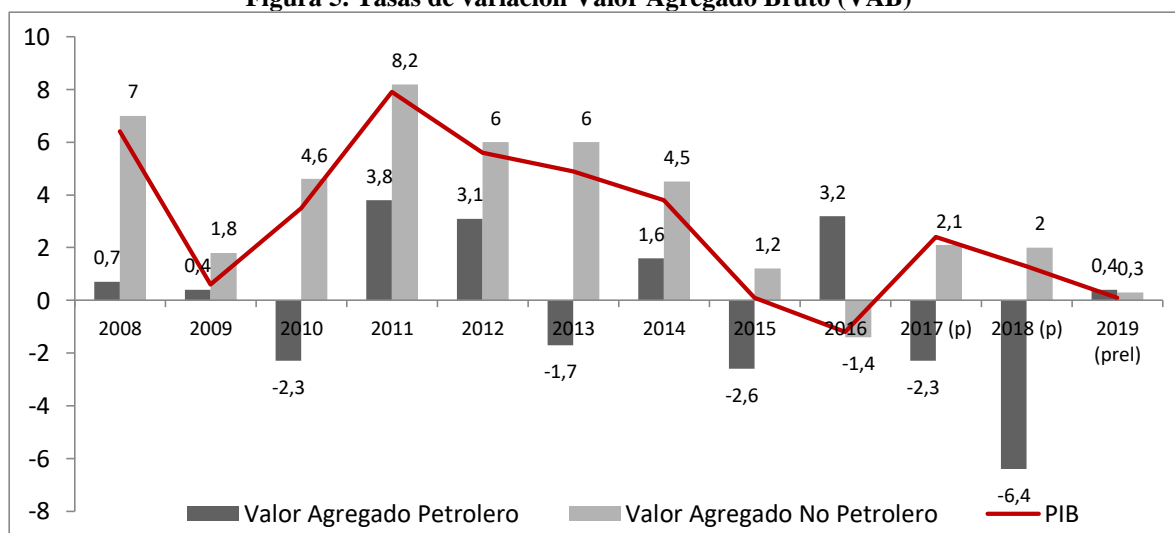


Elaborado por: Autoras

Fuente: Banco Central del Ecuador

El Valor Agregado Bruto (VAB) es uno de los indicadores más importantes para evaluar la actividad económica, ya sea de un sector en especial o de toda la economía. Para calcular el Valor Agregado Bruto se resta al valor de la producción total de los bienes y servicios, el consumo intermedio.

Figura 5. Tasas de variación Valor Agregado Bruto (VAB)



Elaborado por: Autoras

Fuente: Banco Central del Ecuador

El sector petrolero tuvo un leve crecimiento en su Valor Agregado Bruto (VAB) de 0,4%, debido a un aumento de 2,1% en la extracción de petróleo crudo. La producción nacional de crudo en 2019 fue de 193,8 millones de barriles, 2,7% más que en el 2018. Por otro lado, el VAB no petrolero mostró un crecimiento de 0,3%, que se explica por una mayor dinámica de industrias como: acuicultura y pesca de camarón; suministro de electricidad y agua; actividades de servicios financieros; manufactura; actividades profesionales y técnicas; alojamiento y servicios de comida; correo y comunicaciones, y otras.

Es necesario señalar que VAB sectorial de correo y comunicaciones, dentro de las cuales se encuentra TC Televisión, en 2019 presentó un crecimiento de 1,6%, respecto a 2018.

De acuerdo a los datos anuales de remesas recibidas, se registró una tasa de variación positiva de 6,7% por un mayor movimiento de servicios de couriers en el país.

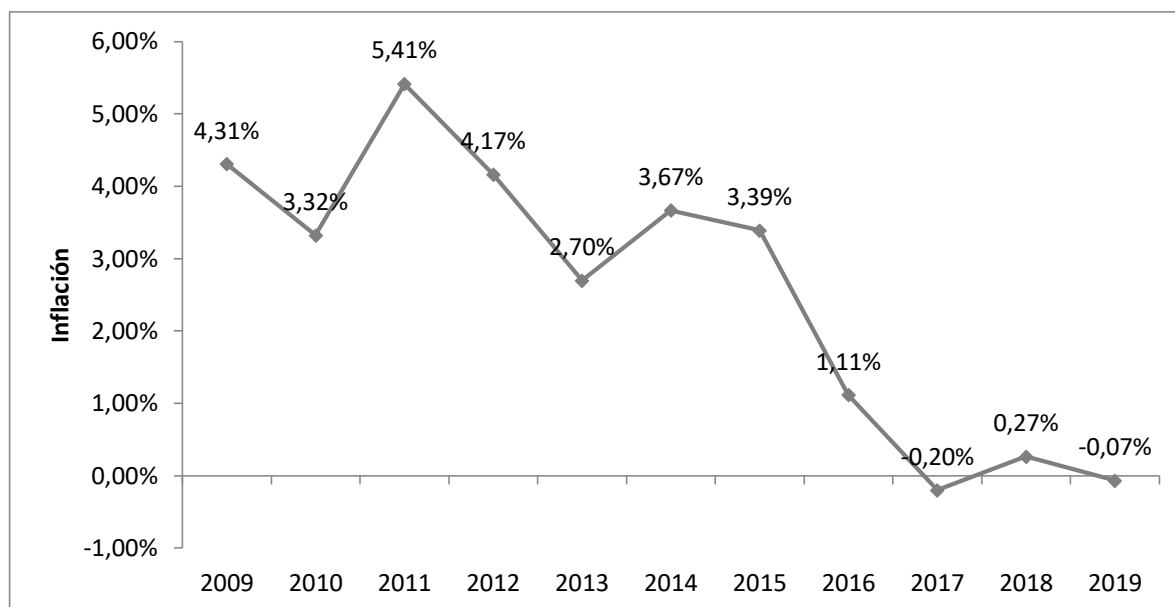
Además, de acuerdo a la información de la Agencia de Regulación y Control de las Telecomunicaciones (Arcotel), las líneas activas de servicio móvil en 2019 se incrementaron en 3,9%. En cuanto a servicios de Internet, el número de cuentas pasó de 11,3 millones en diciembre de 2018 a 11,4 millones en diciembre de 2019, presentando un aumento de 1,2%.

4.1.3 Análisis Social

La inflación es una de las variables e indicadores macroeconómicos que refleja un desequilibrio económico entre la producción de bienes y servicios; dada por una subida de precios de estos, y una pérdida del valor del dinero para poder adquirirlos o hacer uso de ellos.

En diciembre de 2019 la variación anual de precios fue negativa en 0.07%; por divisiones de bienes y servicios, 5 agrupaciones que ponderan el 50.60% presentaron variaciones negativas, siendo Prendas de vestir y calzado; Muebles y artículos para el hogar y la conservación ordinaria del hogar las de mayor porcentaje. En otras 5 agrupaciones que en conjunto ponderan el 49.40% se registró resultados positivos, siendo Educación y Salud las de mayor porcentaje.

Como se puede apreciar en la siguiente figura, la inflación del año 2019 es la segunda más baja, luego de la presentada en el año 2017 con un -0,20%.

Figura 6. Inflación 2008-2019

Elaborado por: Autoras

Fuente: Banco Central del Ecuador

El desempleo en Ecuador aumentó 0,1 puntos porcentuales en diciembre de 2019 frente al mismo mes de 2018, ubicándose en 3,8%. Esto significa que cerca de 15.000 personas perdieron su trabajo en el último año. Ecuador cerró el año 2019 con una cifra total de 311.134 personas desempleadas frente a los 296.097 desempleados que el INEC registró en diciembre de 2018.

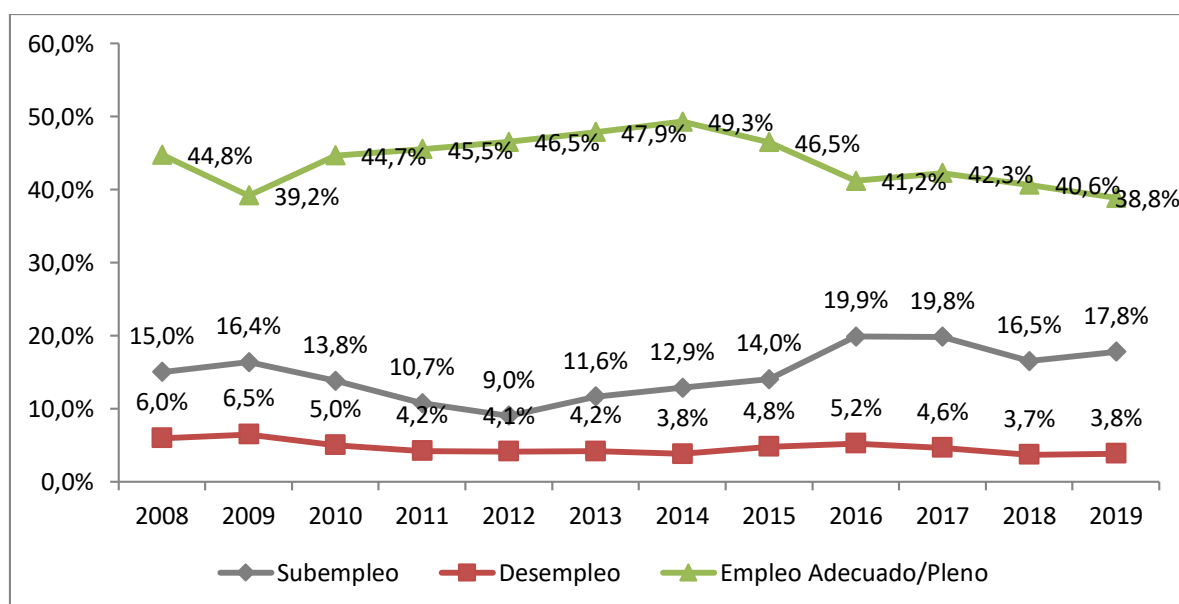
La tasa de empleo adecuado o pleno, es decir, aquel que demanda 40 horas de trabajo a la semana y es sujeto al pago de un salario básico mensual o más cayó, al pasar de 40,6% en 2018 a 38,8% en 2019.

La tasa de subempleo, uno de los tipos de empleo inadecuado, se ubicó en 17,8%. Esto representa un incremento de 1,3 puntos porcentuales entre 2018 y 2019. En un año 117.259 personas más se encontraron con un trabajo en el que perciben ingresos inferiores al salario mínimo y/o trabajan menos de la jornada legal y, además, tienen el deseo y disponibilidad de trabajar horas adicionales, según datos del INEC.

Uno de los argumentos que podrían explicar el aumento del desempleo y del subempleo es el ingreso de más personas al mercado laboral, sobre todo ciudadanos venezolanos y jóvenes,

quienes no cuentan con un empleo. Todo pese a que en 2019 la población económicamente activa (PEA) creció apenas 0,89%, al pasar de 8.027.130 a 8.099.030 personas, según datos del INEC.

Figura 7. Empleo pleno, subempleo y desempleo en el Ecuador



Elaborado por: Autoras

Fuente: Banco Central del Ecuador

4.1.4 Análisis Tecnológico

A partir de la encuesta tecnológica realizada por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos en el año 2019, en la cual se presenta información de tecnologías de la información y comunicación relacionada con datos sobre equipamiento, acceso y uso del computador, internet y celular en el hogar, se puede evidenciar en el siguiente cuadro, que el uso de las TIC en el año 2019 ha mejorado en relación al 2018.

Cuadro 3. Indicadores de TIC 2019 a nivel Nacional

Indicador	2018	2019	Variación (porcentual)
Porcentaje de hogares con Acceso a internet	37,2	45,5	8,4
Porcentaje de personas que utilizan internet ¹	55,9	59,2	3,3
Proporción de personas que tienen celular activado	59	59,9	0,9
Proporción de personas que utiliza teléfonos smartphone ²	70,2	76,8	6,6
Analfabetismo digital ³	10,7	11,4	0,7

Fuente: INEC, Ecuador en cifras 2019

4.2 Análisis Interno

4.2.1 Análisis Financiero de la Empresa

Estado de Resultados

En primer lugar se empezará analizando los niveles de ingreso de la empresa antes de la incautación por la AGD; según las cifras históricas de la Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. en los años 2005 al 2007 poseía un nivel de ventas netas promedio de \$3,609,998.96 mientras que luego de la incautación el nivel de ventas netas promedio fue de \$24,770,675 de acuerdo a la información obtenida de los formulario de Impuesto a la Renta a Sociedades del Servicio de Rentas Internas.

Cuadro 4. Ingresos anuales Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. (2005-2007)

Ingresos	2005	2006	2007
<u>Total Ingresos</u>	\$ 25,836,033.12	\$ 28,551,910.92	\$ 28,482,261.99
Total Costos y Gastos	\$ 22,833,863.35	\$ 25,230,243.94	\$ 23,976,101.87
Utilidad Bruta	\$ 3,002,169.77	\$ 3,321,666.98	\$ 4,506,160.12

Fuente: Formulario 101-Impuesto a la renta sociedades

Elaborado por: Autoras

Cuadro 5. Ingresos anuales Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. (2016-2018)

Ingresos	2016	2017	2018
Ingresos	\$ 50,799,201.44	\$ 67,258,790.40	\$ 37,750,068.50
Total Costos	\$ 30,416,239.40	\$ 48,508,559.90	\$ 17,858,634.90
Utilidad Bruta	\$ 20,382,962	\$ 18,750,231	\$ 19,891,434

Fuente: Formulario 101- Impuesto a la renta sociedades

Elaborado por: Autoras

En comparación con los ingresos el nivel de gastos es relativamente bajo y está compuesto de gastos administrativos, generales y financieros.

Antes de la incautación, los gastos administrativos y generales presentaban un promedio anual de \$3,631,487.96 y \$3,407,570.92 respectivamente. Mientras que una vez ejecutado el proceso de incautación los gastos administrativos, generales y financieros presentaban un promedio de \$ 5,107,431.67, \$ 12,988,945.61, \$ 198,421.57 respectivamente.

La tasa de variación promedio de los gastos administrativos y generales antes de la incautación fueron de 42.03% y 12.46% mientras que diez años más tarde bajo la administración del Gobierno central la tasa de variación promedio de estos gastos fueron de 10.82% y 0.05% lo que indica que los gastos tienen una tendencia de crecimiento anual del 2.71% con respecto al año anterior.

Cuadro 6. Gastos totales Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. (2005-2007)

Gastos	2005	2006	2007	Total 3 años	Promedio	Δ%
Gastos Administrativos	\$ 2,324,513.16	\$ 4,530,459.59	\$ 4,039,491.13	\$ 10,894,463.88	\$ 3,631,487.9600	42.03%
Gastos Ventas	\$ 3,036,385.46	\$ 3,347,595.09	\$ 3,838,732.23	\$ 10,222,712.78	\$ 3,407,570.9267	12.46%
Total Gastos	\$ 5,360,898.62	\$ 7,878,054.68	\$ 7,878,223.36	\$ 21,117,176.66	\$ 7,039,058.8867	23.48%

Fuente: Formulario 101- Impuesto a la renta sociedades

Elaborado por: Autoras

Antes de la incautación, los gastos administrativos y de ventas presentaban un promedio anual de \$3,631,487.96 y \$3,407,570.92 respectivamente. Mientras que una vez ejecutado el proceso de incautación los gastos administrativos, generales y financieros presentaban un promedio de \$ 5,107,431.67, \$ 12,988,945.61, \$ 198,421.57 respectivamente.

La tasa de variación promedio de los gastos administrativos y de ventas antes de la incautación fueron de 42.03% y 12.46% mientras que diez años más tarde bajo la administración del Gobierno central la tasa de variación promedio de estos gastos fueron de 10.82% y 0.05% lo que indica que los gastos tienen una tendencia de crecimiento anual del 2.71% con respecto al año anterior.

Cuadro 7. Gastos totales Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. (2016 – 2018)

Gastos	2016	2017	2018	Total 3 años	Promedio	Δ%
Gastos Administrativos	\$ 5,149,551.09	\$ 4,256,938.15	\$ 5,915,805.78	\$15,322,295.02	\$ 5,107,431.67	10.82%
Gastos Generales	\$12,732,207.23	\$13,539,749.61	\$ 12,694,879.99	\$38,966,836.83	\$ 12,988,945.61	0.05%
Gastos Financieros	\$ 63,355.67	\$ 163,396.42	\$ 368,512.64	\$ 595,264.73	\$ 198,421.57	141.72%
TOTAL GASTOS	\$18,404,056.55	\$18,336,474.99	\$ 19,396,718.32	\$56,137,249.86	\$ 18,712,416.62	2.71%

Fuente: Formulario 101- Impuesto a la renta sociedades

Elaborado por: Autoras

La utilidad antes de impuesto y participación a trabajadores que ha generado la empresa Cadena Ecuatoriana de televisión c.a. antes de ser incautada, en el período 2005-2007 suma un total de \$10,829,996.87 con un promedio de \$3,609,998.96 y una variación promedio de 23.15% anual de crecimiento con respecto al año anterior. Mientras que bajo la administración del gobierno central en el período 2016-2018, la utilidad antes de impuesto y participación a trabajadores suma un total de \$ 2,913,143.52 con un promedio de \$ 971,047.84 y una variación promedio de -29.90% anual de decrecimiento con respecto al año anterior.

Cuadro 8. Estado de Pérdidas y Ganancias totales Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. (2005-2007)

ESTADO DE PERDIDAS Y GANANCIAS	2005	2006	2007	Total 3 años	Promedio	Δ%
Ingresos	\$ 25,836,033.12	\$ 28,551,910.92	\$ 28,482,261.99	\$82,870,206.03	\$27,623,402.01	0.05%
Total costos y gastos	\$ 22,833,863.35	\$25,230,243.94	\$23,976,101.87	72,040,209.16	\$ 24,013,403.05	2.76%
Utilidad antes participación a trabajadores	\$ 3,002,170	\$3,321,667	\$ 4,506,160	\$10,829,996.87	\$ 3,609,998.96	23.15%
Impuesto a la renta	\$ 582,130.64	\$ 712,281.13	\$ 988,269.96	\$2,282,681.73	\$ 760,893.91	30.55%
Utilidad neta	\$ 2,420,039.13	\$ 2,609,385.85	\$ 3,517,890.16	\$8,547,315.14	\$ 2,849,105.05	21.32%

Fuente: Formulario 101- Impuesto a la renta sociedades

Elaborado por: Autoras

Cuadro 9 Estado de Pérdidas y Ganancias totales Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. (2016-2018)

ESTADO DE PERDIDAS Y GANANCIAS	2016	2017	2018	Total 3 años	Promedio	Δ%
Ingresos	\$ 50,799,201.44	\$ 67,258,790.40	\$37,750,068.50	\$ 155,808,060.34	\$ 51,936,020.11	-5.74%
Total costos y gastos	\$ 30,416,239.40	\$ 48,508,559.90	\$17,858,634.90	\$ 96,783,434.20	\$ 32,261,144.73	-1.85%
Utilidad Bruta	\$ 20,382,962	\$ 18,750,231	\$ 19,891,434	\$ 59,024,626.14	\$ 19,674,875.38	-0.96%
Total gastos	\$ 18,404,057	\$ 18,336,474.99	\$19,396,718.32	\$ 56,137,249.86	\$ 18,712,416.62	2.71%
Total Otros Ingresos	\$ 25,767			\$ 25,767.24	\$ 25,767.24	
Utilidad antes participación a trabajadores	\$ 2,004,672.73	\$ 413,755.51	\$ 494,715.28	\$ 2,913,143.52	\$ 971,047.84	-29.90%
Impuesto a la renta	\$ 441,028.00	\$ 91,026.21	\$ 108,837.36	\$ 640,891.57	\$ 213,630.52	-29.90%
Utilidad neta	\$ 1,563,644.73	\$ 322,729.30	\$ 385,877.92	\$ 2,272,251.95	\$ 757,417.32	-29.90%

Fuente: SRI -Formulario 101- Impuesto a la renta sociedades

Elaborado por: Autoras

Balance General

El total de activos de la empresa en los años 2005-2007 bordea un promedio anual de \$22,974,376.39 donde los activos circulantes representan aproximadamente el 69.74% y los activos no corrientes el 30.26% mientras que en los años 2016-2018 el promedio anual de los activos de la empresa bordea los \$71,322,770.86 pasando a representar aproximadamente el 46.48% los activos circulantes y el 53.52% los activos no corrientes.

Cuadro 10. Cuentas de activo anuales del Estado de Situación Financiera de Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. (2005-2007)

Estado de Situación Financiera	2005	2006	2007
Caja bancos	\$ 970,994.82	\$ 1,033,352.35	\$ 1,451,120.86
Inversiones financieras temporales	\$ 1,203,754.27	\$ 381,859.76	\$ 582,778.09
Ctas y doc. por cobrar clientes no relacionado	\$ 7,674,254.76	\$ 8,507,317.88	\$ 8,801,817.33
(-) Provisión cuentas Incobrables	\$ 191,231.33	\$ 261,560.34	\$ 340,390.64
Otras cuentas por cobrar	\$ 716,285.86	\$ 526,227.40	\$ 1,419,626.54
Crédito tributario a favor de la empresa IVA	\$ 182,102.61	\$ 162,985.20	\$ 179,739.09
Crédito tributario a favor de la empresa (I.R.) años anteriores	\$ 84,663.20	\$ 86,090.67	\$ 84,213.10
Crédito tributario a favor de la empresa (Renta)	\$ 242,792.94	\$ 316,641.12	\$ 521,590.11
Inventario de suministros y materiales	\$ 349,990.44	\$ 348,566.59	
Mercaderías en tránsito	\$ 3,556,490.24	\$ 3,648,084.10	\$ 250,736.47
Seguros pagados por anticipado	\$ 30,010.79		\$ 46,606.94
Otros activos corrientes	\$ 1,123,747.53	\$ 1,918,099.13	\$ 1,946,112.64
Total Activo Corriente	\$ 15,943,856.13	\$ 16,667,663.86	\$ 15,457,172.10
Terrenos	\$ 10,773.54	\$ 10,773.54	\$ 10,773.54

Edificios	\$ 812,733.83	\$ 1,063,448.34	\$ 2,994,197.61
Obras en proceso	\$ 75,126.86	\$ 528,932.59	\$ 15,628.23
Instalaciones	\$ 361,582.35	\$ 358,878.43	\$ 358,878.43
Muebles y enseres	\$ 696,117.43	\$ 879,469.58	\$ 960,841.53
Maquinarias y equipo	\$ 3,927,599.62	\$ 4,422,884.77	\$ 5,544,761.68
Equipo de computación y software	\$ 1,462,846.26	\$ 1,873,464.61	\$ 1,995,565.16
Vehículos, equipos de transporte y equipo caminero móvil	\$ 703,022.46	\$ 843,713.19	\$ 920,440.22
(-) Depreciación acumulada de activo fijo	\$ 3,538,613.92	\$ 4,532,680.58	\$ 5,762,482.56
(-) Depreciación acumulada acelerada de vehículos, equipo de transporte	\$ 28,104.16	\$ 70,260.40	\$ 108,903.62
Total Activo Fijo Tangible	\$ 4,483,084.27	\$ 5,378,624.07	\$ 6,929,700.22
Total Activo Fijo	\$ 4,483,084.27	\$ 5,378,624.07	\$ 6,929,700.22
Otros activos diferidos	\$ 1,004,247.39	\$ 1,345,546.84	\$ 6,875.42
Total Activo Diferido	\$ 1,004,247.39	\$ 1,345,546.84	\$ 6,875.42
Cuentas y documentos por cobrar a largo plazo clientes no relacionados	\$ 260,934.15	\$ 170,069.22	\$ 925,350.84
Inversiones a largo plazo sociedades relacionadas	\$ 41,021.86		
Inversiones a largo plazo otras	\$ 20,166.67	\$ 219,831.08	\$ 68,985.05
Total Activos Largo Plazo	\$ 322,122.68	\$ 389,900.30	\$ 994,335.89
Total del Activo	\$ 21,753,310.47	\$ 23,781,735.07	\$ 23,388,083.63

Fuente: SRI -Formulario 101- Impuesto a la renta sociedades

Elaborado por: Autoras

Cuadro 11. Cuentas de activo anuales del Estado de Situación Financiera de Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. (2016-2018)

Estado de Situación Financiera	2016	2017	2018
Activo			
Activo Corriente			
Efectivo y equivalente al efectivo	\$ 195,239.85	\$ 989,160.11	\$ 722,747.92
Cuentas y documentos por cobrar corrientes			
Relacionados locales	\$ 12,693,778.80	\$ 14,936,620.50	\$ 4,181,198.35
(-)Provisión para créditos incobrables	\$ -21,625,793.00	\$ -235,306.24	\$ 331,306.24
No relacionados locales	\$ 20,424,367.60	\$ 13,528,395.20	\$ 10,407,258.30
Otras cuentas y documentos por cobrar corrientes			
A accionistas locales	\$ 496,221.72	\$ 493,882.46	\$ 367,946.49
Otras relacionadas locales	\$ 6,143,498.57	\$ 0.01	\$ 0.01
Otras no relacionadas locales		\$ 5,589,461.11	\$ 1,863,466.07
Otros activos financieros corrientes			
A valor razonable	\$ 95,001.28	\$ 105,438.63	\$ 114,108.90
Activos por impuestos corrientes			
Crédito tributario a favor del sujeto pasivo	\$ 1,305,327.72	\$ 138,049.65	\$ 989,353.84
Crédito tributario a favor del sujeto pasivo (imp. A la renta)	\$ 1,140,451.01	\$ 908,114.09	

Inventario			
Mercaderías en tránsito	\$ 18,251.78	\$ 25,257.36	\$ 26,478.71
Inventario de suministros, herramientas, repuestos y materiales	\$ 223,471.24	\$ 188,884.94	\$ 170,570.04
Otros activos corrientes	\$ 729,856.11	\$ 784,707.27	\$ 235,716.79
Total activos corrientes	\$ 43,249,207.80	\$ 37,452,665.10	\$ 18,747,539.18
<u>ACTIVOS NO CORRIENTES</u>			
Propiedades, planta y equipo			
Terrenos			
Costo historico		\$ 33,891.39	\$ 33,891.39
Ajuste acumulado		\$ 4,341,637.84	\$ 4,341,637.84
Edificios y otros inmuebles			
Coste histórico	\$ 3,834,850.69	\$ 4,031,788.26	\$ 4,031,788.26
Ajuste acumulado		\$ 11,507.04	\$ 11,507.04
Maquinaria, equipo, instalaciones y adecuaciones			
Costo histórico	\$ 12,701,184.80	\$ 12,787,269.50	\$ 12,826,628.30
Construcciones en curso y otros activos en tránsito	\$ 9,500.00	\$ 263,886.13	\$ 302,876.13
Muebles y enseres	\$ 550,403.15	\$ 611,400.34	\$ 613,250.69
Equipo de computación	\$ 1,630,480.17	\$ 1,676,022.60	\$ 1,695,410.74
Vehículos, equipos de transporte y caminero móvil	\$ 924,650.00	\$ 868,557.02	\$ 868,557.02
Otras propiedades, planta y equipo	\$ 1,561,250.60	\$ 1,759,438.59	\$ 1,733,572.08
(-)Depreciación acumulada de propiedades, planta y equipo			
Del costo histórico	\$ -9,624,142.99	\$ 11,352,365.50	\$ -12,809,440.90
ACTIVOS INTANGIBLES			
Marcas, patentes, licencias y otros similares	\$ 6,387,203.36	\$ 7,104,930.24	\$ 5,715,733.74
Otros	\$ 4,947,068.06	\$ 2,430,518.48	\$ 1,925,243.46
(-) Amortización acumulada de activos intangibles		\$ -478,459.29	\$ -295,916.36
Propiedades de inversión			
Edificios a costo	\$ 616,840.27	\$ 271,119.98	\$ 362,806.41
Inversiones no Corrientes			
Otros derechos representativos de capital en sociedades que no son subsidiarias, ni asociadas, ni negocios conjuntos	\$ 19,602.28	\$ 19,602.28	\$ 19,602.28
Cuentas y documentos por cobrar no corrientes			
Relacionadas locales	\$ 994,202.03	\$ 792,675.95	\$ 7,653,645.11
Otras no relacionadas locales	\$ 10,327,307.90	\$ 10,327,307.90	\$ 10,327,307.90
Activos por impuestos diferidos			
Por diferencias temporarias			\$ 199,999.81
Otros activos no corrientes	\$ 31,464.28	\$ 86,338.45	\$ 86,338.45
Total Activos no corrientes	\$ 39,287,393.90	\$ 35,587,067.20	\$ 39,644,439.39
Total del Activo	\$ 82,536,601.60	\$ 73,039,732.20	\$ 58,391,978.57

Fuente: SRI - Formulario 101- Impuesto a la renta sociedades

Elaborado por: Autoras

Durante los años 2005-2007 los activos totales crecieron a una razón promedio del 3.83% principalmente al incremento de otras cuentas por cobrar en 71.62%, edificios en 106.20%, cuentas y documentos por cobrar a largo plazo en 204.64%

El balance muestra que los activos fijos han crecido sustancialmente en un 24.41% en promedio y que la empresa ha invertido en su infraestructura, instalaciones y equipamiento tecnológico.

Mientras que en los años 2016-2018 los activos totales disminuyeron a una razón promedio del 15.78% principalmente a la disminución de la cuenta provisión de cuentas incobrables en 169.85%, cuentas y documentos por cobrar a empresas relacionadas locales en 70% aproximadamente.

El balance muestra que los activos corrientes han disminuido sustancialmente en un 31.67% en promedio producto de una compensación de cuentas contables con la empresa Gamavisión y por reclasificación de cuentas contables según el Informe de Gerencia de Tc Televisión del año 2018.

Cuadro 12. Variaciones de las cuentas de activo del Estado de Situación Financiera de Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. (2005-2007)

Estado de Situación Financiera	2005	2006	2007	Total 3 años	Promedio	Δ%
Activo Corriente	\$ 15,943,856.13	\$ 16,667,663.86	\$ 15,457,172.10	\$ 48,068,692.09	\$ 16,022,897.36	-1.36%
Activo No Corriente	\$ 5,809,454.34	\$ 7,114,071.21	\$ 7,930,911.53	\$ 20,854,437.08	\$ 6,951,479.03	16.97%
Total Activos	\$ 21,753,310.47	\$ 23,781,735.07	\$ 23,388,083.63	\$ 68,923,129.17	\$ 22,974,376.39	3.83%

Fuente: SRI - Formulario 101- Impuesto a la renta sociedades

Elaborado por: Autoras

Cuadro 13. Variaciones de las cuentas de activo del Estado de Situación Financiera de Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. (2016-2018)

Estado de Situación Financiera	2016	2017	2018	Total 3 años	Promedio	Δ%
Activo Corriente	\$ 43,249,207.80	\$ 37,452,665.10	\$ 18,747,539.18	\$ 99,449,412.08	\$ 33,149,804.03	-31.67%
Activo No Corriente	\$ 39,287,393.90	\$ 35,587,067.20	\$ 39,644,439.39	\$ 114,518,900.49	\$ 38,172,966.83	0.99%
Total Activos	\$ 82,536,601.70	\$ 73,039,732.30	\$ 58,391,978.57	\$ 213,968,312.57	\$ 71,322,770.86	-15.78%

Fuente: SRI - Formulario 101- Impuesto a la renta sociedades

Elaborado por: Autoras

La estructura de capital que se muestra antes de la incautación de la empresa refleja un financiamiento del 70% proveniente del endeudamiento y 30% del capital propio. Mientras que en los años 2016-2018 al estar bajo la administración del Gobierno la estructura de capital reflejó

un balance en sus fuentes de financiamiento, el 58% proveniente del endeudamiento y 42% del capital propio. Esto nos indica que Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. es una empresa altamente apalancada, pero gracias a esto mantiene su crecimiento en ventas debido a la inversión en la capacidad productiva de la compañía principalmente en infraestructura, instalaciones y equipamiento tecnológico.

Cuadro 14. Cuentas de pasivo anuales del Estado de Situación Financiera de Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. (2005-2007)

Pasivo	2005	2006	2007
Pasivo Corriente			
Cuentas y Doc. Por pagar proveedores locales	\$ 2,388,001.00	\$ 2,939,352.25	\$ 4,637,873.23
Obligaciones con instituciones financieras locales			\$ 1,573.48
Obligaciones con instituciones financieras del exterior	\$ 1,786,589.75	\$ 2,245,437.45	\$ 1,587,102.76
Obligaciones con la administración tributaria	\$ 609,630.75	\$ 745,326.12	\$ 754,710.45
Obligaciones IR por pagar del ejercicio	\$ 582,130.64	\$ 712,281.13	\$ 988,269.96
Obligaciones con el IESS	\$ 39,516.18	\$ 78,805.11	\$ 109,512.13
Obligaciones con empleados	\$ 129,774.98	\$ 112,859.23	\$ 88,464.51
Obligaciones participaciones trabajadores por pagar del ejercicio	\$ 450,325.47	\$ 498,250.05	\$ 675,924.02
Total Pasivos Corrientes	\$ 5,985,968.77	\$ 7,332,311.34	\$ 8,843,430.54
Cuentas y doc. Por pagar proveedores del exterior	\$ 8,734,987.39	\$ 8,390,111.68	\$ 4,435,876.84
Obligaciones con instituciones financieras del exterior	\$ 672,093.95	\$ 670,669.62	\$ 832,507.60
Prestamos de accionistas locales	\$ 13,629.93		
Provisiones para jubilación patronal	\$ 465,634.22	\$ 564,122.95	\$ 742,031.58
Provisiones	\$ 698.29		
Total Pasivo a Largo Plazo	\$ 9,887,043.78	\$ 9,624,904.25	\$ 6,010,416.02
Ingresos anticipados	\$ 224,420.51	\$ 232,248.55	
Total Otros Pasivos	\$ 224,420.51	\$ 232,248.55	
Total del Pasivo	\$ 16,097,433.06	\$ 17,189,464.14	\$ 14,853,846.56
Capital suscrito o asignado	\$ 1,902,000.00	\$ 2,500,000.00	\$ 2,500,000.00
Reservas legales	\$ 425,303.90	\$ 636,417.48	\$ 920,614.09
Reserva de capital	\$ 1,368,327.61	\$ 1,368,327.61	\$ 1,368,327.61
Utilidad no distribuida ejercicios anteriores	\$ 187,503.62	\$ 187,503.62	\$ 1,187,525.84
Utilidad del ejercicio (después de participaciones e impuestos)	\$ 1,772,742.28	\$ 1,900,022.22	\$ 2,557,769.53
Total Patrimonio Neto	\$ 5,655,877.41	\$ 6,592,270.93	\$ 8,534,237.07
Total Pasivo y Patrimonio	\$ 21,753,310.47	\$ 23,781,735.07	\$ 23,388,083.63

Fuente: SRI - Formulario 101- Impuesto a la renta sociedades

Elaborado por: Autoras

El 70% de los pasivos totales corresponden a deuda corriente, siendo cuentas y documentos por pagar a proveedores locales la de mayor relevancia con un promedio anual de \$3.32 millones aproximadamente y una tasa de crecimiento promedio anual del 21.55%.

En el endeudamiento de largo plazo se ve una tendencia decreciente con una variación promedio anual del -20.10%.

Como se mencionó anteriormente el nivel de financiamiento de Cadena Ecuatoriana de Televisión C. A. por sus propios recursos es de aproximadamente el 30%, con un promedio anual de \$6.9 millones y una variación promedio de 23.01% según los balances 2005-2007 de la empresa.

Cuadro 15. Cuentas de pasivo anuales del Estado de Situación Financiera de Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. (2016-2018)

PASIVO	2016	2017	2018
PASIVOS CORRIENTES			
Cuentas y documentos por pagar corrientes			
No relacionados locales	\$ 12,511,713.00	\$12,861,053.10	\$ 7,575,228.61
Otras cuentas y documentos por pagar corrientes			
Dividendos por pagar en efectivo	\$ 1,580,766.51	\$ 2,477,280.07	\$ 1,278,896.44
Otras no relacionadas locales	\$ 7,099,316.16	\$ 5,874,756.16	\$ 4,754,225.60
Obligaciones con instituciones financieras - Corrientes			
No relacionados locales	\$ 750,000.00		
Impuesto a la renta por pagar del ejercicio	\$ 672,725.45	\$ 606,542.24	\$ 749,212.57
Pasivos corrientes por beneficios a los empleados			
Obligaciones con el IESS	\$ 350,507.37	\$ 295,239.39	\$ 341,908.64
Otros pasivos corrientes por beneficios a empleados	\$ 1,057,191.29	\$ 1,035,034.02	\$ 1,035,988.72
Provisiones Corrientes			
Por contratos onerosos	\$ 3,587,384.77	\$ 1,426,806.59	\$ 2,154,497.18
Pasivos por ingresos diferidos			
Anticipos de clientes	\$ 15,247,706.90	\$ 6,148,009.19	\$ 787,471.41
Otros	\$ 39,886.93	\$ 39,886.93	\$ 39,886.93
Total pasivos corrientes	\$ 42,897,198.50	\$30,764,607.70	\$ 18,717,316.10
Cuentas y documentos por pagar no corrientes			
Relacionadas locales	\$ 4,039,538.96	\$ 7,962,032.68	\$ 5,919,261.13
Pasivos no corrientes por beneficios a los empleados			
Jubilación patronal	\$ 3,553,077.00	\$ 3,712,356.93	\$ 2,909,732.10
Desahucio	\$ 1,301,896.40	\$ 1,293,540.85	\$ 1,496,169.17
Total pasivos no corrientes	\$ 8,894,512.36	\$12,967,930.50	\$ 10,325,162.40

TOTAL DEL PASIVO	\$ 51,791,710.80	\$43,732,538.10	\$ 29,042,478.50
PATRIMONIO			
Capital suscrito	\$ 4,800,000.00	\$ 4,800,000.00	\$ 4,800,000.00
Aporte de socios	\$ 6,803,203.99	\$ 6,803,203.99	\$ 6,803,203.99
Reservas			
Reserva legal	\$ 1,410,562.33	\$ 1,410,562.33	\$ 1,410,562.33
Reserva facultativa	\$ 1,368,327.61	\$ 1,368,327.61	\$ 1,368,327.61
Resultados Acumulados			
Superávit por revaluación de inversiones	\$ 1,961,993.88	\$ 1,966,093.88	\$ 1,966,093.88
Utilidades acumuladas de ejercicios anteriores	\$ 12,133,196.10	\$11,609,936.10	\$ 11,488,037.70
Resultados acumulados por adopción por primera vez de las NIIF	\$ 1,044,300.87	\$ 1,044,300.87	\$ 494,370.33
Utilidad del ejercicio		\$ 413,410.58	
Otros resultados integrales acumulados			
Ganancias y pérdidas acumuladas por inversiones en instrumentos de patrimonio medidos a valor razonable con cambios en otro resultado integral	\$ -108,641.21	\$ -108,641.21	\$ -25,446.60
Total Patrimonio	\$ 30,744,890.80	\$29,307,194.10	\$ 29,349,450.10
Total Pasivo y Patrimonio	\$ 82,536,601.60	\$73,039,732.20	\$ 58,391,928.60

Fuente: SRI - Formulario 101- Impuesto a la renta sociedades

Elaborado por: Autoras

El 58% de los pasivos totales corresponden a deuda no corriente, siendo cuentas y documentos por pagar a largo plazo la de mayor relevancia con un promedio anual de \$5.9 millones aproximadamente y una tasa de crecimiento promedio anual del 35.72%.

En el endeudamiento de corto plazo se ve una tendencia decreciente con una variación promedio anual del -33.72%.

Como se mencionó anteriormente el nivel de financiamiento de Cadena Ecuatoriana de Televisión C. A. por sus propios recursos es de aproximadamente el 42%, con un promedio anual de \$29.8 millones y una variación promedio de -2.27% según los balances 2016-2018 de la empresa.

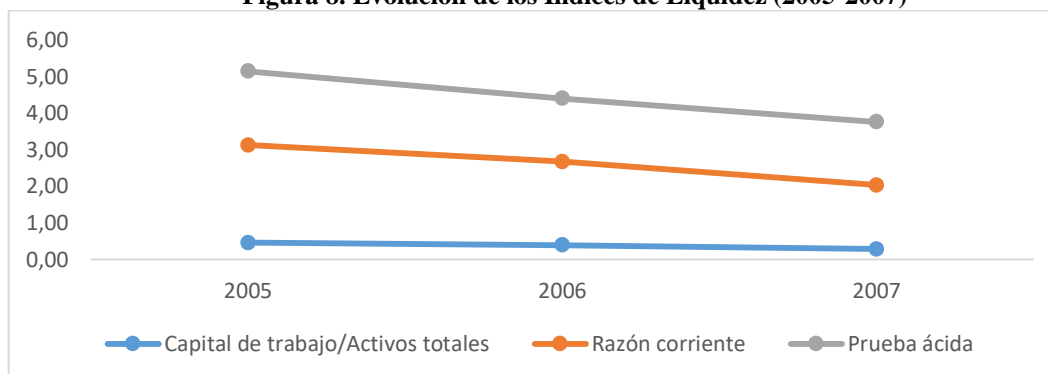
Indicadores Financieros

Los índices financieros son aquellos que permiten evaluar a una organización en términos monetarios, bajo el cumplimiento de parámetros de mercado entre las cuales se puede mencionar las normas fiscales, con el objetivo de tomar decisiones y verificar el cumplimiento de metas a un período de corto plazo. Las bases para establecer estos indicadores en el caso de la firma Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. son el Estado de Situación Financiera y el Estado de pérdidas y ganancias. Los mismos que han sido obtenidos de la página de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

- **Liquidez**

Con el comportamiento variable de activos y pasivos corrientes, el capital de trabajo disminuyó de US\$9.9 millones en el año 2005 a US\$6.6 millones en el año 2007, esta disminución se da porque los activos corrientes se redujeron (especialmente en los rubros inventario de suministros y materiales y mercadería en tránsito) debido a esto la razón de liquidez se ubica en 1.75 y de la prueba del ácido 1.72 en el año 2007 evidenciando que los recursos líquidos de la empresa son suficientes para cubrir las obligaciones en operación del negocio.

Figura 8. Evolución de los Índices de Liquidez (2005-2007)

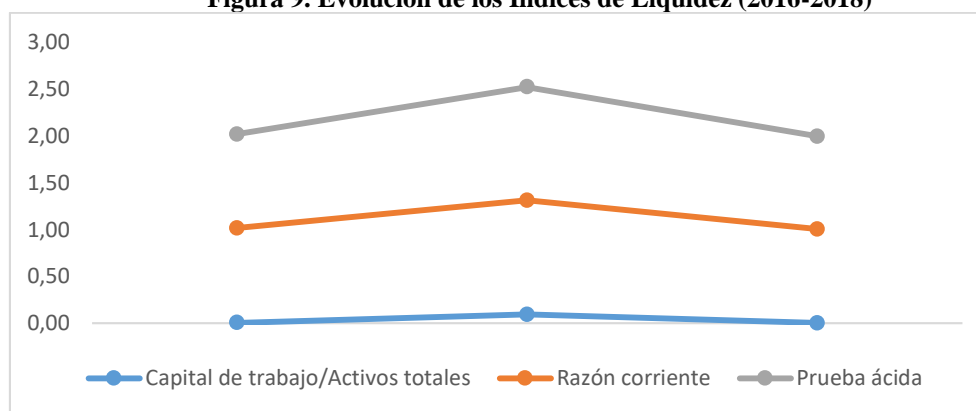


Fuente: SRI - Formulario 101- Impuesto a la renta sociedades
Elaborado por: Autoras

En los años 2016-2018 el comportamiento variable de activos y pasivos corrientes es acelerado en comparación con los años 2005-2007, el capital de trabajo disminuye de

US\$352,009.30 en el año 2016 a US\$30,223.08 en el año 2018 esta disminución se da porque los activos corrientes se redujeron (especialmente cuentas y documentos por cobrar, otros activos corrientes), debido a esto la razón de liquidez se ubica en 1 y de la prueba del ácido 0.99 en el año 2018 evidenciando que los recursos líquidos de la empresa no son suficientes para cubrir las obligaciones en operación del negocio.

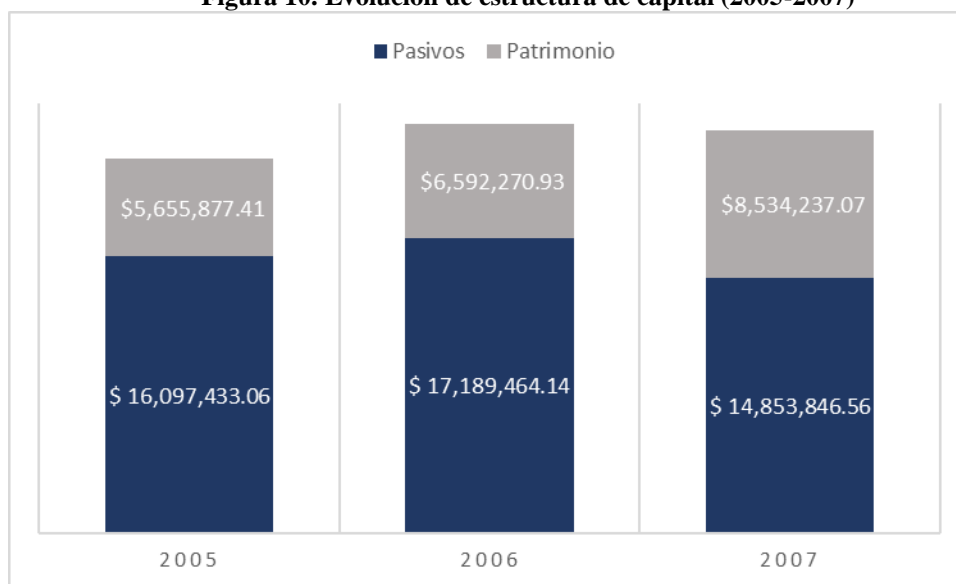
Figura 9. Evolución de los Índices de Liquidez (2016-2018)



Fuente: SRI - Formulario 101- Impuesto a la renta sociedades
Elaborado por: Autoras

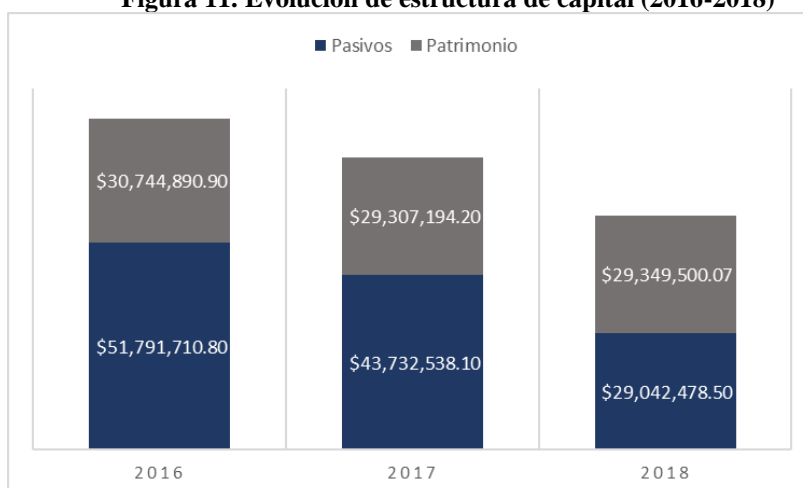
- **Endeudamiento**

Dado que el pasivo de la empresa previo a ser incautada (2005-2007) representa un 70% aproximadamente (US\$48,14 millones) mientras que el 30% (US\$20,78 millones) restante corresponde a las aportaciones de los accionistas, reservas y resultados acumulados sobre el total de la inversión; podemos determinar el índice de endeudamiento de 2.85 en el año 2005 a 1.74 en el año 2007, es decir representó un nivel de independencia financiera mayor frente a sus acreedores. Este indicador no se muestra tan elevado debido a que la empresa disminuyó su inversión en mercaderías en tránsito en 45.28% aproximadamente de un año con respecto a otro.

Figura 10. Evolución de estructura de capital (2005-2007)

Fuente: SRI - Formulario 101- Impuesto a la renta sociedades
Elaborado por: Autoras

En los años (2016-2018) el pasivo de la empresa representó un 58% aproximadamente (US\$124.56 millones) mientras que el 42% restante (US\$89.4 millones) corresponde a las aportaciones de los accionistas, reservas y resultados acumulados; podemos determinar el índice de endeudamiento de 1.68 en el año 2016 a 0.99 en el año 2018, es decir representó un nivel de independencia financiera mayor frente a sus acreedores.

Figura 11. Evolución de estructura de capital (2016-2018)

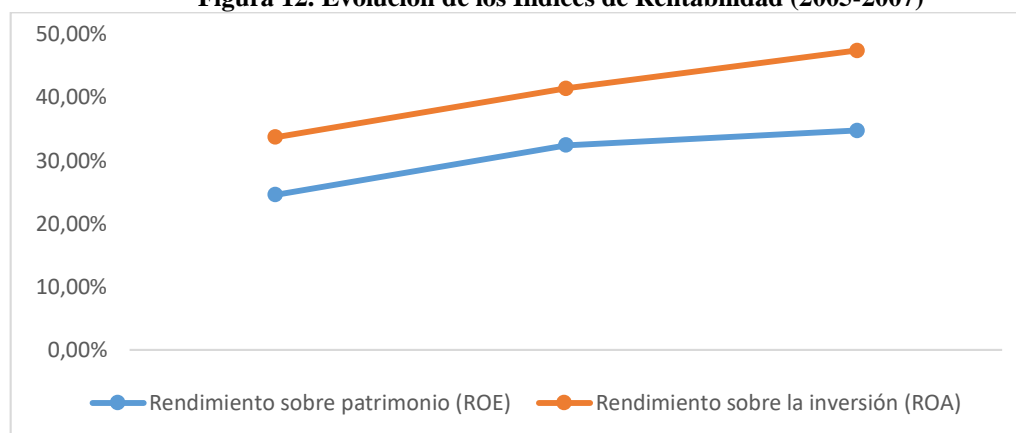
Fuente: SRI - Formulario 101- Impuesto a la renta sociedades
Elaborado por: Autoras

- **Rentabilidad**

El retorno sobre el patrimonio (ROE) nos indica que por cada US\$100 de inversión en el patrimonio, la empresa tiene una utilidad en el año 2006 de 32.41%, una utilidad mayor en referencia al año 2005 que fue de 24.53% mientras que en el año 2007 fue de 34.74%.

El retorno sobre activo (ROA) en el año 2005 evidencia que por cada US\$100 invertidos en sus activos la empresa tiene una utilidad neta de 9.13%, mientras que en los años 2006 y 2007 fue de 8.99% y 12.68% respectivamente.

Figura 12. Evolución de los Índices de Rentabilidad (2005-2007)

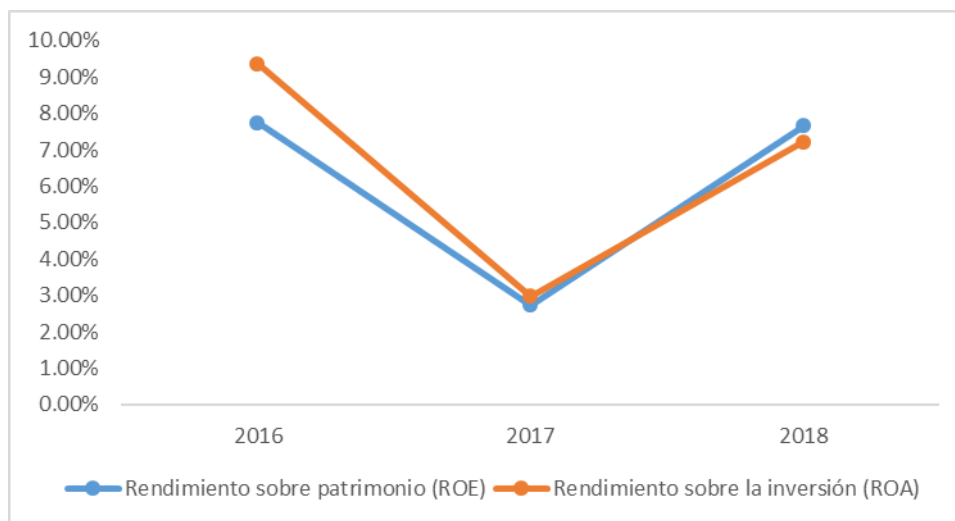


Fuente: SRI - Formulario 101- Impuesto a la renta sociedades

Elaborado por: Autoras

En los años (2016-2018) el retorno sobre el patrimonio (ROE) nos indica que por cada US\$100 de inversión en el patrimonio, la empresa tiene una utilidad en el año 2017 de 2.73%, una utilidad menor en referencia al año 2016 que fue de 7.76% mientras que en el año 2018 fue de 7.66%.

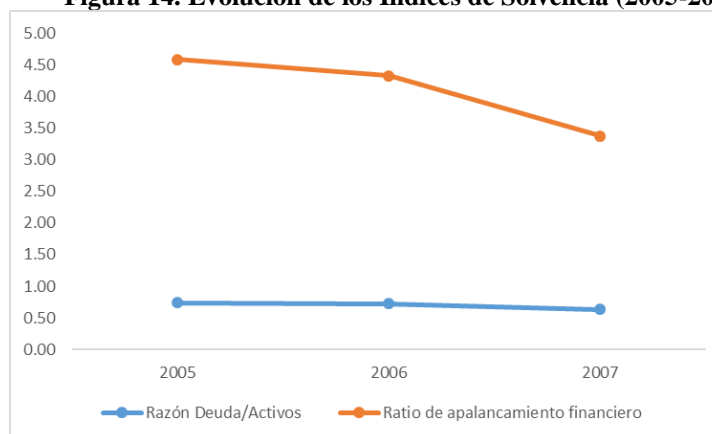
El retorno sobre activo (ROA) en el año 2016 evidencia que por cada US\$100 invertidos en sus activos la empresa tiene una utilidad neta de 1.61%, mientras que en los años 2017 y 2018 fue de 0.26% y -0.44% respectivamente. En el año 2018 los ingresos de la empresa se redujeron aproximadamente en un 50% en comparación al año 2017 debido a que no tuvo eventos deportivos según consta en los informes de gerencia del mismo año.

Figura 13. Evolución de los Índices de Rentabilidad (2016-2018)

Fuente: SRI - Formulario 101- Impuesto a la renta sociedades
Elaborado por: Autoras

- **Solvencia**

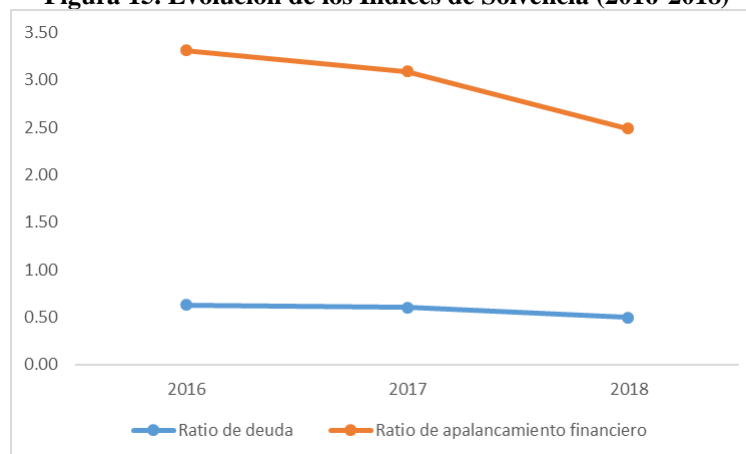
En promedio el 70% de los activos totales de los años (2005-2007) está financiado con acreedores mientras que el patrimonio está comprometido en un promedio de 3.4 veces para cubrir sus deudas, mostrando que la mayor parte de los fondos de la empresa provienen de sus acreedores.

Figura 14. Evolución de los Índices de Solvencia (2005-2007)

Fuente: SRI - Formulario 101- Impuesto a la renta sociedades
Elaborado por: Autoras

Más de diez años después de la incautación de la empresa (2016-2018) el 57% aproximadamente de los activos está financiado con los acreedores mientras que el patrimonio está comprometido en un promedio de 2.4 veces para cubrir sus deudas, es decir que la mayor parte de sus fondos provienen de sus acreedores.

Figura 15. Evolución de los Índices de Solvencia (2016-2018)



Fuente: Formulario 101- Impuesto a la renta sociedades
Elaborado por: Autoras

5. PRESENTACIÓN Y ANÁLISIS DE RESULTADOS

En el capítulo 3 se determinó utilizar el método de descuento de flujo de caja ya que son métodos dinámicos y toma en cuenta aspectos olvidados por los otros métodos como por ejemplo consideran que una empresa tiene valor en medida que sea capaz de generar un flujo de caja futuros para sus accionistas.

Este método es bastante sofisticado ya que toma en consideración variables claves para la valoración como los flujos de caja, el crecimiento y el riesgo e identifica factores creadores de valor.

Los flujos de caja fueron proyectados basándonos en los Estados de Resultados del año 2007 y 2018, es decir pre y post incautación respectivamente, el horizonte de evaluación es de 5 años, ya que consideramos que es un tiempo prudencial para manejar proyecciones más acertadas.

5.1 Resultados de la valoración económica de la empresa TC Televisión antes del proceso de incautación

Para la valoración económica de la empresa Tc Televisión antes del proceso de incautación se calculó la variable g (Tasa de crecimiento), el modelo de valoración de activos financieros (CAPM) y la tasa del costo capital promedio ponderado (WACC).

De acuerdo al análisis efectuado de los ingresos de la empresa en los años 2005 hasta el 2007 se observa que la firma Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. no presenta un patrón, debido a que se visualiza un comportamiento atípico es decir que se presentan picos de crecimiento y decrecimiento en sus ingresos por lo tanto, se ha optado por revisar la variación anual bruta de este tipo de firmas en las cuentas trimestrales que proporciona el Banco Central del Ecuador, donde se observa lo siguiente:

Cuadro 16. Cálculo de Variación anual bruta de la Industria (2002-2007)

VAB Interanual	2007	2006	2005	2004	2003	2002
Crecimiento en "Comunicaciones"*	2.54%	0.69%	2.43%	0.96%	1.67%	1.14%

*Incluye: hoteles, bares y restaurantes; comunicaciones; alquiler de vivienda; servicios a las empresas y a los hogares; educación; y, salud

Fuente: Banco Central del Ecuador, Cuentas trimestrales

Elaborado por: Las autoras

A partir de la variación anual en el valor agregado bruto de la industria en el sector comunicaciones se ha realizado un promedio para este escenario. Es decir el promedio de crecimiento de la industria desde el 2002 hasta el 2007 es de 1.57% el cual será considerado como tasa de crecimiento para la proyección del flujo.

La tasa de crecimiento afectará los siguientes rubros en el flujo de caja: ingresos totales, costo de ventas, gastos corrientes, ingresos y gastos extraordinarios, dotación a amortizaciones y depreciaciones, inversión en activos fijo y capital de trabajo.

Estimación de la Tasa de Descuento

Para la estimación de la tasa de descuento del flujo de caja libre utilizaremos la rentabilidad exigida por los accionistas (K_p), la misma que se determina mediante la aplicación del modelo de equilibrio de activos financieros (Capital asset pricing model, CAPM)

Ecuación 5.1
$$K_p = R_f + \beta * PRM_{US}$$

Este modelo plantea que la tasa de retorno exigida por el accionista está en función de la tasa libre de riesgo (R_f), beta desapalancada de la empresa, prima de riesgo de Estados Unidos (PRM_{US}) y el riesgo país de Ecuador.

La tasa libre de riesgo para los periodos analizados se efectuó calculando un promedio aritmético de los rendimientos anuales de los bonos del Tesoro Americano de 10 años desde 1928 hasta el año 2007

La prima por riesgo de mercado se calculó mediante la diferencia entre el promedio aritmético del rendimiento de mercado (medido con el Índice S&P500) y el promedio aritmético de la tasa libre de riesgo (Bonos del Tesoro Americano a 10 años). Para el cálculo de la prima por riesgo de mercado se considera el promedio desde 1928 hasta el período 2007.

Cuadro 17. Cálculo de tasa Libre de riesgo y Prima de riesgo de mercado 2007

Promedio de 1928 hasta fin de cada año	2007
Rendimiento del mercado S&P 500	11.68%
Bonos del tesoro Americano (R_f)	5.26%
Prima por riesgo de mercado (R_m)	6.42%

Fuente: Damodaran

La Beta (β) para los periodos analizados se tomó referencia las publicaciones de la base de datos de Damodaran para el año 2007 a la cual se la ajusto de acuerdo a la estructura financiera de la empresa y la tasa impositiva del país. Para apalancar la beta para la firma tenemos la siguiente fórmula:

$$\text{Ecuación 5.2} \quad \beta_{ap} = \beta_{no.ap} * (1 + (1-t) * (D/E))$$

La tasa impositiva que se aplicará es del 25%, que es la tasa de impuesto a la renta a sociedades en el año sujeto de análisis.

Una vez que aplicamos la ecuación obtenemos el costo patrimonio sin embargo es necesario realizar un ajuste por el riesgo país dado que nuestro país es catalogado como país emergente, en este caso se aplicará la opción que plantea Damodaran que es sumarle al costo patrimonial el Default Spread ya que se asume que este engloba el impacto del riesgo país.

$$\text{Ecuación 5.3} \quad K_p = R_f + \beta * PRM_{US} + Spread$$

En cuanto a la estimación del riesgo país de Ecuador (Spread) se obtuvo un promedio aritmético por año desde el 2001 hasta el año 2007 y luego un promedio aritmético general del periodo analizado. La información se recogió de la página www.ambito.com y de la página web del Banco Central del Ecuador.

Cuadro 18. Cálculo de Costo Patrimonial

Variables	Año 2007	Fuente
Rf	5.26%	Promedio de rendimiento anual T Bonds 30 años (www.damodaran.com)
Bap	3.03	Betas promedio por sector página web (www.damodaran.com)
Rm	6.43%	Promedio histórico geométrico sobre los T-Bonds (www.damodaran.com)
Riesgo país	8.68%	www.ambito.com www.bce.gob.ec
Kp	17.47%	$K_p = R_f + \beta * PRM_{US} + Spread$

Elaborado por: Las autoras

El costo de deuda (K_d) se calculó mediante una ponderación de las deudas (pasivos) de la empresa en el año 2007 multiplicado por el costo de la deuda bruta.

Con las variables mencionadas arriba se procedió a calcular el WACC (Costo promedio ponderado de capital) que será la tasa de descuento a la cual se descontarán los flujos

proyectados para el escenario pre-incautación de la empresa. El WACC para el año 2007 es de 8.11%, se tomará el año mencionado como período base para la proyección de flujos.

Teniendo en cuenta las proyecciones efectuadas en un horizonte de 5 años, al final del periodo consideramos el supuesto de que la empresa continuara presentando ciclos económicos por un largo tiempo y por lo tanto es necesario calcular ese valor conocido como valor residual o terminal.

La fórmula matemática que utilizaremos está basada en el modelo de Gordón el cual estudia el crecimiento constante de los dividendos a una determinada tasa, el mismo que se puede calcular dividiendo los dividendos de un año en particular sobre la diferencia entre la tasa de descuento y la tasa de crecimiento esperado del dividendo. Se asume que el flujo de caja del último periodo crecerá a perpetuidad a una tasa de crecimiento constante del 1.57%, el valor residual sería el valor actual de esa serie de flujos.

$$\text{Ecuación 5.4: } Valor\ terminal = \frac{FC\ (tn)\ * (1 +\ tasa\ de\ crecimiento)}{(Tasa\ de\ descuento - Tasa\ de\ crecimiento)}$$

Con la información mencionada arriba y la tasa de descuento calculada procederemos a calcular el valor de la empresa mediante el método de flujo de caja libre que será el valor actual de los flujos de caja libres proyectados más el valor terminal.

Cuadro 19. Flujo de caja proyectado (2007-2013)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
(+) Ingresos totales	27,675,926.96	28,110,900.28	28,552,709.93	29,001,463.35	29,457,269.68	29,920,239.77	30,390,486.21
(-) Costo de ventas	15,574,177.23	15,818,951.38	16,067,572.57	16,320,101.25	16,576,598.84	16,837,127.72	17,101,751.24
(=) MARGEN BRUTO	12,101,749.73	12,291,948.90	12,485,137.36	12,681,362.10	12,880,670.84	13,083,112.05	13,288,734.96
(-) Gastos corrientes	7,878,223.36	8,002,042.77	8,127,808.21	8,255,550.26	8,385,299.99	8,517,088.96	8,650,949.21
(=) EBITDA	4,223,526.37	4,289,906.13	4,357,329.15	4,425,811.84	4,495,370.85	4,566,023.10	4,637,785.76
(+) Ingresos extraordinarios	806,335.03	819,007.93	831,880.00	844,954.38	858,234.25	871,722.83	885,423.41
(-) Gastos extraordinarios	523,701.28	531,932.12	540,292.32	548,783.91	557,408.97	566,169.58	575,067.88
(-) Dotaciones a amortizaciones y depreciaciones	1,321,925.34	1,342,701.60	1,363,804.39	1,385,238.85	1,407,010.19	1,429,123.70	1,451,584.76
(=) EBIT	3,184,234.78	3,234,280.34	3,285,112.44	3,336,743.46	3,389,185.94	3,442,452.65	3,496,556.53
(-) Impuesto a la renta (Incluye Part a trabajadores)	1,154,285.11	1,172,426.62	1,190,853.26	1,209,569.50	1,228,579.90	1,247,889.09	1,267,501.74
(=) NOPAT	2,029,949.67	2,061,853.71	2,094,259.18	2,127,173.96	2,160,606.04	2,194,563.56	2,229,054.79
(+) Dotaciones a amortizaciones y depreciaciones	1,321,925.34	1,342,701.60	1,363,804.39	1,385,238.85	1,407,010.19	1,429,123.70	1,451,584.76
(-) Inversión en activos fijos	2,819,521.35	2,863,834.83	2,908,844.76	2,954,562.11	3,000,997.98	3,048,163.66	3,096,070.63

(+/-) NOF o capital de trabajo	6,613,741.56	6,717,687.53	6,823,267.19	6,930,506.20	7,039,430.66	7,150,067.04	7,262,442.26
(=) FREE CASH FLOW	7,146,095.22	7,258,408.02	7,372,486.00	7,488,356.90	7,606,048.91	7,725,590.65	7,847,011.18

Elaborado por: Las autoras

Cuadro 20. Cálculo Valor de la Empresa (2007-2013)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
(=) Free Cash Flow	7,146,095.22	7,258,408.02	7,372,486.00	7,488,356.90	7,606,048.91	7,725,590.65	7,847,011.18

Valor Flujo	\$ 29,750,419.31
Valor Residual	81,329,434.36
Valor Empresa	\$ 111,079,853.66

Elaborado por: Las autoras

De esta manera se determinó que el valor de la empresa Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. antes de la incautación es de \$111,079,853.66

De acuerdo al análisis histórico y financiero de la empresa así como el análisis económico del país en el periodo 2005-2007 se visualizan superávits en cada año del período antes mencionado por lo que se considera representativo en su industria ya que es uno de los canales de televisión que más ha crecido en audiencia debido a los derechos que adquirió para la transmisión de la liga de fútbol nacional así como licencias de transmisión y desarrollo de programas de concursos de acuerdo a los informes de gerencia de Tc televisión de los años 2005-2007 publicados en la página web de la Superintendencia de Compañías, valores y seguros.

5.2 Resultados de la valoración económica de la empresa TC Televisión después del proceso de incautación

Para la valoración económica de la empresa Tc Televisión después del proceso de incautación se calculó la variable g (Tasa de crecimiento), el modelo de valoración de activos financieros (CAPM) y la tasa del costo capital promedio ponderado (WACC).

De acuerdo al análisis efectuado de los ingresos de la empresa en los años 2016-2018 se observa que la empresa Cadena Ecuatoriana de Televisión c.a. no presenta un patrón definido, es decir que en su análisis histórico financiero se observan variaciones en sus ingresos por lo tanto, se ha optado por revisar la variación anual bruta de este tipo de firmas en las cuentas trimestrales que proporciona el Banco Central del Ecuador, donde se observa lo siguiente:

Cuadro 21. Cálculo de Variación anual bruta de la Industria (2013-2018)

VAB Interanual	2018	2017	2016	2015	2014	2013
"Correo y Comunicaciones"	1.10%	0.00%	0.40%	-1.00%	1.40%	0.90%
Otros servicios*	1.70%	-1.30%	-0.20%	-0.60%	0.60%	0.90%
Considerando un promedio	1.40%	-0.65%	0.10%	-0.80%	1.00%	0.90%

*Incluye: Actividades inmobiliarias y Entretenimiento, recreación y otras actividades de servicios

Fuente: Banco Central del Ecuador, Cuentas trimestrales
Elaborado por: Las autoras

A partir de la variación anual en el valor agregado bruto de la industria en el sector comunicaciones se ha realizado un promedio para este escenario. Es decir el promedio de crecimiento de la industria desde el 2013 hasta el 2018 es de 0.33% el cual será considerado como tasa de crecimiento para la proyección del flujo.

La tasa de crecimiento afectará los siguientes rubros en el flujo de caja: ingresos totales, costo de ventas, gastos corrientes, ingresos y gastos extraordinarios, dotación a amortizaciones y depreciaciones, inversión en activos fijo y capital de trabajo.

Estimación de la Tasa de Descuento

Para la estimación de la tasa de descuento del flujo de caja libre utilizaremos la rentabilidad exigida por los accionistas (K_p), la misma que se determina mediante la aplicación del modelo de equilibrio de activos financieros (Capital asset pricing model, CAPM)

$$\text{Ecuación 5.1} \quad K_p = R_f + \beta * PRM_{US}$$

Este modelo plantea que la tasa de retorno exigida por el accionista está en función de la tasa libre de riesgo (R_f), beta desapalancada de la empresa, prima de riesgo de Estados Unidos (PRM_{US}) y el riesgo país de Ecuador.

La tasa libre de riesgo para los periodos analizados se efectuó calculando un promedio aritmético de los rendimientos anuales de los bonos del Tesoro Americano de 10 años desde 1928 hasta el año 2018

La prima por riesgo de mercado se calculó mediante la diferencia entre el promedio aritmético del rendimiento de mercado (medido con el Índice S&P500) y el promedio aritmético de la tasa libre de riesgo (Bonos del Tesoro Americano a 10 años). Para el cálculo de la prima por riesgo de mercado se considera el promedio desde 1928 hasta el período 2018.

Cuadro 22. Cálculo de tasa Libre de riesgo y Prima de riesgo de mercado 2018

Promedio de 1928 hasta fin de cada año	2018
Rendimiento del mercado S&P 500	11.36%
Bonos del tesoro Americano (Rf)	5.10%
Prima por riesgo de mercado (Rm)	6.26%

Fuente: Damodaran

La Beta (β) para los periodos analizados se tomó referencia las publicaciones de la base de datos de Damodaran para el año 2018 a la cual se la ajusto de acuerdo a la estructura financiera de la empresa y la tasa impositiva del país. Para apalancar la beta para la firma tenemos la siguiente fórmula:

$$\text{Ecuación 5.2} \quad \beta_{ap} = \beta_{no.ap} * (1 + (1-t) * (D/E))$$

La tasa impositiva que se aplicará es del 25%, que es la tasa de impuesto a la renta a sociedades en el año sujeto de análisis.

Una vez que aplicamos la ecuación obtenemos el costo patrimonio sin embargo es necesario realizar un ajuste por el riesgo país dado que nuestro país es catalogado como país emergente, en este caso se aplicará la opción que plantea Damodaran que es sumarle al costo patrimonial el Default Spread ya que se asume que este engloba el impacto del riesgo país.

$$\text{Ecuación 5.3} \quad K_p = R_f + \beta * PRM_{US} + \text{Spread}$$

En cuanto a la estimación del riesgo país de Ecuador (Spread) se obtuvo un promedio aritmético por año es decir desde el año 2008 hasta el año 2018 y luego un promedio aritmético en general. La información se recogió de la página www.ambito.com y de la página web del Banco Central del Ecuador.

Cuadro 23. Cálculo de Costo Patrimonial

Variab les	Año 2018	Fuente
Rf	5.10%	Promedio de rendimiento anual T Bonds 30 años (www.damodaran.com)
Bap	1.14	Betas promedio por sector página web (www.damodaran.com)
Rm	6.26%	Promedio histórico geométrico sobre los T-Bonds (www.damodaran.com)
Riesgo país	8.20%	www.ambito.com www.bce.gob.ec
Kp	14.63%	$Kp=Rf+\beta*PRMus+Spread$

Elaborado por: Las autoras

El costo de deuda (Kd) se calculó mediante una ponderación de las deudas (pasivos) de la empresa en el año 2018 multiplicado por el costo de la deuda bruta.

Con las variables mencionadas arriba se procedió a calcular el WACC (Costo promedio ponderado de capital) que será la tasa de descuento a la cual se descontarán los flujos proyectados para el escenario pre-incautación de la empresa. El WACC para el año 2018 es de 2.99%, se tomará el año mencionado como período base para la proyección de flujos.

Teniendo en cuenta las proyecciones efectuadas en un horizonte de 5 años, al final del periodo consideramos el supuesto de que la empresa continuara presentando ciclos económicos por un largo tiempo y por lo tanto es necesario calcular ese valor conocido como valor residual o terminal.

La fórmula matemática que utilizaremos está basada en el modelo de Gordón sobre el crecimiento, el cual estudia el crecimiento constante de los dividendos a una determinada tasa, el mismo que se puede calcular dividiendo los dividendos de un año en particular sobre la diferencia entre la tasa de descuento y la tasa de crecimiento esperado del dividendo. Se asume que el flujo de caja del último periodo crecerá a perpetuidad a una tasa de crecimiento constante del 0.33%, el valor de desecho sería el valor presente de la serie de flujos de efectivo que han sido proyectados.

$$\text{Ecuación 5.4: } Valor\ terminal = \frac{FC(tn) * (1 + \text{tasa de crecimiento})}{(\text{Tasa de descuento} - \text{Tasa de crecimiento})}$$

Con la información mencionada arriba y la tasa de descuento calculada procederemos a calcular el valor de la empresa mediante el método de flujo de caja libre que será el valor actual de los flujos de caja libres proyectados más el valor terminal.

Cuadro 24. Flujo de caja proyectado (2018-2023)

	2018	1	2	3	4	5	6
	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$
(+) Ingresos totales	37,732,399.80	37,855,030.10	37,978,058.95	38,101,487.64	38,225,317.47	38,349,549.76	38,474,185.79
	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$
(-) Costo de ventas	17,858,634.92	17,916,675.48	17,974,904.68	18,033,323.12	18,091,931.42	18,150,730.20	18,209,720.07
	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$
(=) MARGEN BRUTO	19,873,764.88	19,938,354.62	20,003,154.27	20,068,164.52	20,133,386.05	20,198,819.56	20,264,465.72
	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$
(-) Gastos corrientes	18,872,615.83	18,933,951.83	18,995,487.17	19,057,222.51	19,119,158.48	19,181,295.75	19,243,634.96
	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$
(=) EBITDA[1]	1,001,149.05	1,004,402.78	1,007,667.09	1,010,942.01	1,014,227.57	1,017,523.81	1,020,830.77
	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$
(+) Ingresos extraordinarios	17,668.74	17,726.16	17,783.77	17,841.57	17,899.56	17,957.73	18,016.09
	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$
(-) Gastos extraordinarios	368,512.56	369,710.23	370,911.78	372,117.25	373,326.63	374,539.94	375,757.19
	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$
(-) Dotaciones a amortizaciones y depreciaciones	417,864.91	419,222.97	420,585.45	421,952.35	423,323.69	424,699.50	426,079.77
	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$
(=) EBIT[2]	232,440.32	233,195.75	233,953.64	234,713.99	235,476.81	236,242.11	237,009.89
	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$
(-) Impuesto a la renta (Incluye Part a trabajadores)	84,259.62	84,533.46	84,808.19	85,083.82	85,360.34	85,637.76	85,916.09
	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$
(=) NOPAT[3]	148,180.70	148,662.29	149,145.44	149,630.17	150,116.46	150,604.34	151,093.81
	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$
(+) Dotaciones a amortizaciones y depreciaciones	417,864.91	419,222.97	420,585.45	421,952.35	423,323.69	424,699.50	426,079.77
	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$
(-) Inversión en activos fijos	73,720.78	73,960.37	74,200.74	74,441.90	74,683.83	74,926.55	75,170.07
	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$
(+/-) NOF o capital de trabajo	30,223.08	30,321.31	30,419.85	30,518.71	30,617.90	30,717.41	30,817.24
	\$	\$	\$	\$	\$	\$	\$
(=) FREE CASH FLOW	522,547.91	524,246.19	525,949.99	527,659.33	529,374.23	531,094.69	532,820.75

Elaborado por: Las autoras

Cuadro 25. Cálculo Valor de la Empresa (2018-2023)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
(=) Free Cash Flow	\$ 522,547.91	\$ 524,246.19	\$ 525,949.99	\$ 527,659.33	\$ 529,374.23	\$ 531,094.69	\$ 532,820.75

Valor Flujo	\$ 2,416,937.59
Valor Residual	\$ 17,271,542.82
Valor Empresa	\$ 19,688,480.41

Elaborado por: Las autoras

De esta manera se determinó que el valor de la empresa Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. después de la incautación es de \$19,688,480.41

Luego que se determinó el flujo de caja libre y el valor de la empresa Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. después de ser incautada por el Gobierno es necesario traer a valor presente (año 2018) el valor de la empresa en el año 2007 para comparar su aumento o pérdida de valor.

Para traer a valor presente se utilizará la siguiente fórmula la cual toma en consideración la tasa de inflación del país, la misma que ha sido calculada obteniendo un promedio anual desde el año 2007 hasta el año 2018 y posteriormente se ha calculado un promedio general. El periodo a la cual se deberá evaluar es a 11 años.

$$\text{Ecuación 5.5} \quad \text{Valor Futuro} = \frac{\text{Valor de la empresa}}{(1+\text{inflación})^n}$$

En el caso de la empresa analizada el valor futuro es de \$164,369, 832.59 es decir que en comparación con el valor de la empresa en el año 2018 que es de \$19,688,480.41 la incautación de la empresa por parte del Gobierno ha demostrado que no se ha construido un valor adicional por el contrario ha provocado una pérdida de su valor en \$144,681,352.18

A través del análisis de los ratios financieros y la proyección de los flujos de caja que permitieron la valoración de la empresa se demuestra que el Gobierno a través de su estructura organizacional y siendo el mayor accionista de la empresa (87.7% del paquete accionario) no ha llevado una administración adecuada de la misma. Lima (2004). El problema de Gobierno corporativo radica en las diferencias que existen entre propiedad y control corporativo. Esta dispersión de la propiedad consiste en que cada vez más individuos participan de las empresas, pero su control se encuentra en muy pocas manos. El control de la propiedad concentrada en unas cuantas manos tiene relevancia porque puede beneficiar o dañar a muchos individuos, cambiar las condiciones de mercado, afectar áreas geográficas completas llevándoles prosperidad o ruina y en última instancia deteniendo o fomentando el crecimiento económico de un país.

Para el caso de Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. la incautación ha detenido el crecimiento de la misma la cual debe ser evaluada exhaustivamente para detener su pérdida de valor, convirtiéndola rentable para su posterior venta.

6. CONCLUSIONES

En la actualidad la valoración de empresas es de gran importancia y se ha convertido en una herramienta imprescindible para la dinámica empresarial que requiere constantemente evaluar la situación financiera y riesgos del negocio para una asertiva toma de decisiones que ayuden a crear valor para sus accionistas.

Existen diferentes métodos para para efectuar una valoración, luego de la revisión de la literatura, el análisis histórico de la empresa logramos definir el método idóneo para nuestro caso que es el flujo de caja descontado ya que este método permite observar claramente los factores que generan o destruyen valor, trabaja con datos financieros y que sean fáciles de justificar.

Para efectuar la valoración llevamos a cabo varias fases tales como: análisis político, económico, social y tecnológico del país y del sector, análisis financiero de sus cifras históricas, cálculo del flujo de caja, determinación del costo patrimonial y WACC para finalmente obtener el valor de la empresa en los años 2007 y 2018.

A través de la proyección de los flujos de caja en el escenario privado es decir antes de la incautación la empresa se valoró en \$111,079,853.66 con una tasa de descuento del 8.11% mientras que en el año 2018 post incautación se valoró en \$19,688,480.41 con una tasa de descuento de 2.99% sin embargo fue necesario llevar a valor futuro el valor de la empresa del año 2007 al 2018 debido a la pérdida de valor del dinero en el tiempo para verificar la creación o pérdida de valor de la empresa en manos de la administración del socio mayoritario (87.7% del paquete accionario) que es el Gobierno Ecuatoriano quien le ha cedido su autoridad a la Empresa pública Medios Públicos de Comunicación del Ecuador.

\$164,369,832.59 millones de dólares estadounidenses es el valor futuro de la empresa en el año 2018 el cual fue calculado tomando en consideración un promedio de la inflación del país desde el año 2007-2018. Una vez obtenido este valor se restó al valor de la empresa en el año 2018 dando como resultado \$ 144,681,352.18 lo cual demuestra que Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. ha perdido valor financiero en el tiempo.

La empresa Cadena Ecuatoriana de Televisión c.a. es una de las empresas de los medios de comunicación con amplia trayectoria en el mercado Ecuatoriano que fue incautada por el gobierno del presidente Rafael Correa en el año 2008 debido a la deuda que poseían los

Hermanos Isaías, dueños de Filanbanco con sus depositantes. El objetivo de la incautación de esta empresa como lo mencionaba el ex presidente Correa era venderla, recuperar el dinero y devolverla a los depositantes del banco Filanbanco que no recibieron sus ahorros en el feriado bancario sin embargo debido a procesos legales la venta de Cadena Ecuatoriana de Televisión no ha prosperado. El hecho más reciente sucedido en el año 2016 donde el Comité de la ONU falló a favor de los hermanos Isaías por considerar que existió una violación del derecho a las debidas garantías de los exbanqueros durante las incautaciones expone un camino incierto al gobierno por lo que la venta del medio de comunicación es compleja.

A pesar de que la empresa continúa manteniendo su autonomía jurídica, los resultados financieros y contables distan de una excelente administración. Castañeda, (1998, p.1-5) Los accionistas mayoritarios son los principales inversionistas de la empresa, pues aportan la mayor parte del capital de riesgo y por ello son los inversionistas que tienen más posibilidades de perder su inversión. Debido a esto normalmente se les proporciona la capacidad de elegir a los altos directivos de la empresa para de esta forma proteger los intereses que tienen sobre la empresa y poder mantener el control de las decisiones estratégicas de la misma.

Ya que el Gobierno Ecuatoriano es el accionista mayoritario debería proponer y elegir a su estructura organizacional que administre adecuadamente y con resultados a la vista para cumplir con el objetivo por el cual fue incautada la empresa que es venderla al mejor precio y recuperar el dinero de los depositantes de Filanbanco.

Se sugiere publicar los resultados de esta investigación, con el objetivo de que sirva como ejemplo sobre la eficacia de la administración pública en la creación de valor de empresas incautadas además que se monitoree de forma permanente la valoración financiera de la empresa Cadena Ecuatoriana de Televisión C.A. para poder controlar los ingresos y gastos y de esta manera realizar los ajustes pertinentes para alcanzar los beneficios deseados. Adicional se sugiere actualizar la tasa de descuento calculada conforme varíe el riesgo país con el objetivo de estimar de una mejor manera su valor actual.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- Aswath Damodaran (2012). *Investment Valuation, Tools and technique for determining the value of any asset*. New Jersey, United States: Wiley editions.
- Banco Central del Ecuador, obtenido de www.bce.gob.ec
- Barrenche Correa, L. M., & Arenas Estrada, J. J. (2007). *Manejo del riesgo financiero en la valoración de empresas*. Medellín: Universidad de Medellín, trabajo de grado para optar al título de especialista en finanzas y mercado de capitales.
- Besley, S., & Brigham, E. F. (2001). *Fundamentos de Administración Financiera*. México: Mc Graw Hill.
- Caballer (1994). *Métodos de valoración de empresas*. Ed. Pirámide, 1994.
- Castañeda, G. (1999). *Gobierno Corporativo y redes de negocio*.
- Collatti, M. (2002) *Programa de formación 2012*. Teoría de Carteras. Investigación y desarrollo: Bolsa de Comercio de Rosario, pp.39.
- Coronado Vaca, M.; Corzo Santamaría, T.; Vaquero Lafuente, E.; Gutiérrez-Colomer, D.; De los Ríos Sastre, S. y Canales, R. (2012), *Apuntes de finanzas corporativas*. Universidad Pontificia Comillas, Madrid.
- Ecuador. Agencia de Garantías de Depósito. (2018). Quito: Registro Oficial 378, Primer Suplemento.
- Estay G, E. (2011). *Valoración de empresas*. Honolulu: Atlantic International University
- Fernández, P. (2005). *Financial Literature About Discounted Cash Flow Valuation Working Paper*. No 606 June, 2005.
- Fernández, P. (2008). *Valoración de Empresas*. Barcelona: Ediciones Gestión 2000.
- Fernández, P. (2008). *Valoración de Opciones Reales*. Universidad de Navarra.
- Fernández, P. (2014). *Valoración de empresas y sensatez*. Barcelona: Cuarta edición.
- Franco L; Avendaño C. y Barbutín H. (2011). *Modelo de Markowitz y Modelo de Black-Litterman en la Optimización de Portafolios de Inversión*. Revista Tecno Lógicas, junio (26), pp 71-88.
- Galindo, L. (2005). *Fundamentos de Valoración de Empresas*.

Gitman, L. & Zutter, Ch. (2012) *Principios de administración financiera*. Decimosegunda edición. México. Pearson Educación.

Gitman, L. y Zutter, C. (2012) *Principios de administración financiera*. 12 edición PEARSON EDUCACIÓN, México. 720 pp.

Glenda Valdivieso, Cesar Mariscal (2017) *Valoración financiera Importadora Marval*. Obtenido de 26 de septiembre de 2020, de obtenido de <http://www.dspace.espol.edu.ec/xmlui/bitstream/handle/123456789/42451/D-CD256.pdf?>

<https://appscvs.supercias.gob.ec/portalCia/contenedor.zul?param=fGwjShgSMdM9-8Kqe2tCRp4n8u8LoTWSxYDAYwWwO0HRw-dnC2DcKA==>

Jiménez, W., Xiu, R. (2018) *La teoría de Carterasde inversión aplicada al financiamiento microempresarial*. Obtenido el 28 de septiembre del 2020 de <http://rasisbi.uqroo.mx/bitstream/handle/20.500.12249/1787/HG4501.2018-1787.pdf?sequence=3>

Lima, R. (2004). *Gobierno Corporativo: una comparación entre empresas de México*. Estados Unidos y Alemania. Obtenido el 28 de septiembre de 2020, de http://catarina.udlap.mx/u_dl_a/tales/documentos/lad/lima_t_ra/

López Lubian, Luna Butz, (2001). *Valoración de empresas en la práctica*. Primera Edición. Mc Graw Hill. Madrid, España.

Markowitz, H. (1952): “*Portfolio Selection*”. The Journal of Finance, 7(1), pp. 77-91.

Ribeiro, R. (2010). *Valuación de Empresas "Fundamentos y Prácticas en Mercados Emergentes"*. Montevideo: KPMG.

Riesgo país Ecuador. Obtenido de www.ambito.com

Rodríguez, G. (2000). *La valoración financiera de las marcas: una revisión de los principales métodos utilizados*. Obtenido el 02 de Octubre de 2013, de www.dialned.unirioja.es/download/articulo/187769.pdf

Ross, Stephen; Westerfield, Randolph; Jaffe, Jeffrey (2010). *Finanzas Corporativas*. Mc Graw Hill.

Salazar y Redroban (2016). *Valoración financiera de empresas*, Escuela Superior Politécnica del Litoral.

Servicio de Rentas Internas. Obtenido de www.sri.gob.ec

Stewart, B. (2000). *En busca del Valor*. Barcelona, España. Ediciones 2000.

Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. 2019. Información Estados Financieros

Tc televisión. Obtenido de <https://www.tctelevision.com/rendicion-de-cuentas/rendicion-de-cuentas-2018>.

Titman, S., & Martin, J. D. (2016). *The art and science of corporate investment decisions*. Texas, United States: Pearson Education.

Troncoso, A. (2008) *The Concept of Risk in Portfolio Theory*. Panorama Socioeconómico, 26(37), pp.182-195.

Valls. (2001). *Métodos Clásicos de Valoración de Empresas*. España: Universidad de Almería.

Viñolas Piere, Adserá Xavier (1997). *Principios de valoración de empresas*. Ediciones Deusto S.A., Bilbao España.