

ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL



PROYECTO DE TITULACIÓN

**“VALORACIÓN MEDIANTE EL MÉTODO DE FLUJO DE
CAJA DESCONTADO A LA EMPRESA TOUR OPERADOR C.L.”**

**Previo a la obtención del Título de:
MAGÍSTER EN FINANZAS**

**Presentado por:
BEATRIZ TERESA BRITO LAVAYEN**

**Guayaquil – Ecuador
2020**

AGRADECIMIENTO

A mi familia por su apoyo incondicional.

A Vane por ser una gran mentora.

A mi tutor PhD. Washington Macías por la manera práctica y didáctica de impartir sus conocimientos en el tema de valoración.

DEDICATORIA

A Ariana por ser la fuente de inspiración para lograr mis objetivos.

COMITÉ DE EVALUACIÓN



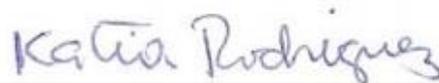
Ph.D. Washington Macías

Tutor del Proyecto



M.Sc. Sara Escobar

Evaluador 1



Ph.D. Katia Rodríguez

Evaluador 2

DECLARACIÓN EXPRESA

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



Beatriz Teresa Brito Lavayen

ÍNDICE GENERAL

AGRADECIMIENTO	ii
DEDICATORIA	iii
COMITÉ DE EVALUACIÓN	iv
DECLARACIÓN EXPRESA	v
ÍNDICE GENERAL	vi
RESUMEN	ix
ÍNDICE DE ILUSTRACIONES	xi
ÍNDICE DE TABLAS	xii
ABREVIATURAS	xiii
CAPÍTULO I	1
1. INTRODUCCIÓN	1
1.1. Antecedentes	1
1.2. Definición del tema o problema.....	3
1.3. Objetivos	4
1.3.1. Objetivo General	4
1.3.2. Objetivos específicos.....	4
1.4. Justificación.....	4
CAPÍTULO II	6
2. REVISIÓN DE LITERATURA	6
2.1. Conceptos de valoración	6
2.2. Métodos de valoración de empresas.....	7
2.2.1. Métodos basados en el balance (valor patrimonial)	8
2.2.2. Métodos basados en la cuenta de resultados (múltiplos)	9
2.2.3. Métodos mixtos, basados en el fondo de comercio o goodwill	9
2.2.4. Método basado en el descuento de flujos de fondos (cash flows)	9
2.2.5. Métodos basados en la teoría de opciones	9
CAPÍTULO III	12
3. METODOLOGÍA	12
3.1. Tipo de estudio	12
3.2. Fuentes de información	12
3.2.1. Fuentes primarias	12

3.2.2.	Fuentes secundarias.....	13
3.3.	Justificación del método de valoración seleccionado	13
3.3.1.	Método del valor presente ajustado APV.....	13
3.3.1.1.	Valor de la empresa no apalancada.....	14
3.3.1.2.	Beneficio fiscal esperado del préstamo.....	14
3.3.1.3.	Estimación de los costos esperados de la quiebra y el efecto neto	15
3.3.2.	Tasas de descuento.....	15
3.3.3.	Valor terminal	16
	CAPÍTULO IV	18
4.	ANÁLISIS DE TOUR OPERADOR C.L.....	18
4.1.	Análisis externo.....	18
4.1.1.	Contexto macroeconómico.....	18
4.1.1.1.	Sector Real	18
4.1.1.1.1.	Producto Interno Bruto (PIB).....	18
4.1.1.1.2.	Inflación	21
4.1.1.1.3.	Salarios.....	23
4.1.1.2.	Sector Fiscal.....	23
4.1.2.	Legislación ecuatoriana.....	24
4.1.2.1.	Ley Orgánica de Régimen Especial de la Provincia de Galápagos.....	24
4.1.3.	Permisos y autorizaciones	24
4.1.3.1.	Ministerio de Turismo.....	24
4.1.3.2.	Ministerio del Ambiente.....	24
4.1.3.3.	Dirección Nacional de Espacios Acuáticos.....	25
4.1.3.4.	Ministerio de Transporte y Obras Públicas	25
4.2.	Análisis interno	25
4.2.1.	Misión.....	25
4.2.2.	Visión	25
4.2.3.	Motonave.....	25
4.2.4.	Servicios y productos	26
4.2.5.	Clientes y competencia.....	30
4.2.5.1	Clientes.....	30
4.2.5.2	Competencia.....	31
4.2.6.	Análisis FODA.....	32
4.2.7.	Riesgos de la empresa	33
4.2.7.1	Riesgos de mercado	34
4.2.7.1.1.	Riesgo de costo de los factores	34

4.2.7.1.2.	Riesgo de precios de servicios	34
4.2.7.2.	Riesgo de crédito.....	34
4.2.7.3.	Riesgo de liquidez	34
4.2.7.4.	Riesgo de tasa de interés	35
4.2.7.5.	Riesgo cambiario.....	35
4.2.7.6.	Riesgo operacional	35
4.2.7.7.	Riesgo reputacional	35
4.2.8.	Evolución de cifras financieras	35
	CAPÍTULO V.....	57
5.	VALORACIÓN FINANCIERA DE TOUR OPERADOR C.L.	57
5.1.	Estimación de flujos de caja proyectados	57
5.2.	Estimación de las tasas de descuento	62
5.2.1.	Costo patrimonial	62
5.2.2.	Costo de la deuda	63
5.3.	Estimación del valor terminal	63
5.4.	Análisis de escenarios	64
5.5.	Valoración financiera de Tour Operador C.L.	66
6.	CONCLUSIÓN	69
	REFERENCIAS	70

RESUMEN

Las valoraciones deben basarse en las expectativas de la cantidad y oportunidad de los flujos de efectivo futuros y los riesgos "sistemáticos" percibidos asociados con tales flujos. Las empresas del sector hotelero, entretenimiento y viajes están atravesando un período de depresión o han cancelado sus operaciones, es por esto que no podemos esperar una reanudación completa hasta mediados de 2021, pero podrían existir recuperaciones parciales en algunas actividades a lo largo del tiempo. Ante la incertidumbre, la prima de riesgo tiene tendencia a aumentar, mientras que las tasas de crecimiento a disminuir en las estimaciones (Hakala, 2020). Podemos inferir que algunos métodos de valoración son más apropiados que otros como el de flujos de efectivo descontados donde el valuador proyecta el desempeño financiero futuro de la empresa durante un período de tiempo, por este motivo, se lo considera el más útil permitiendo modelar los años de manera individual a medida que la compañía se estabilice (Nobile y Smith, 2020). Este proyecto está compuesto por cinco capítulos. El primer capítulo es de introducción y se detallan los antecedentes, se define el problema, se identifican los objetivos generales y específicos, así como, la justificación de la valoración de la empresa. En cuanto al segundo capítulo se hace la revisión de la literatura de los conceptos de valoración según varios autores, los diferentes métodos existentes describiendo las principales ventajas y desventajas en la aplicación de cada uno. En el tercer capítulo se menciona la metodología, las fuentes de informaciones primarias y secundarias, la justificación del método de valoración seleccionado que es de flujos de caja descontados bajo el enfoque de valor presente ajustado (APV, por sus siglas en inglés) por ser considerado el más adecuado con los objetivos que se pretenden lograr y cada paso de ese enfoque. Por otro lado, en el cuarto capítulo se procede con el análisis externo de los aspectos macroeconómicos como el sector real y fiscal del turismo debido a que en esta área se desenvuelve la compañía sujeta a estudio, mientras que en el análisis interno podemos observar la misión, visión, tipo de clientes, competencia, fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas (FODA), riesgos y evolución de las cifras históricas antes de Covid-19 desde el 2016 al 2019 y de resultados actuales con corte al 31 julio y la proyección de los meses restantes hasta el 31 de diciembre de 2020. Para finalizar, en el quinto capítulo de valoración financiera se elaboran supuestos para la aplicación del método seleccionado a través del cálculo de los escenarios conservador, optimista y pesimista con su respectivo

porcentaje de ponderación, dando el valor financiero ponderado de Tour Operador C.L. de US\$23,329,175 dólares.

ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1: Producto Interno Bruto - PIB. 2007 = 100. Tasas de variación trimestral	19
Ilustración 2: PIB y previsiones de PIB bajo los escenarios optimista y realista	20
Ilustración 3: Peso del consumo turístico receptor en el PIB	21
Ilustración 4: Incidencia anual por división de consumo - En puntos porcentuales.....	22
Ilustración 5: Evolución del salario nominal promedio e inflación anual-Período 2007 – 2019	23
Ilustración 6: Composición de ventas de ocupación de cruceros por tipo de cabina	28
Ilustración 7: Participación en ventas por tipo de cliente	31
Ilustración 8: Evolución de ingresos	36
Ilustración 9: Evolución de costos de operación	37
Ilustración 10: Evolución de gastos operativos	38
Ilustración 11: Evolución de la utilidad operacional	39
Ilustración 12: Evolución de gastos financieros	40
Ilustración 13: Evolución de impuesto a la renta	41
Ilustración 14: Evolución de la utilidad neta del año	42
Ilustración 15: Evolución de activos	43
Ilustración 16: Evolución de activos corrientes.....	44
Ilustración 17: Evolución de embarcación y equipos	45
Ilustración 18: Evolución de pasivos.....	46
Ilustración 19: Evolución de pasivos corrientes	47
Ilustración 20: Evolución de pasivos no corrientes	48
Ilustración 21: Evolución del patrimonio	49
Ilustración 22: Evolución de la estructura de capital.....	50
Ilustración 23: EBITDA	51
Ilustración 24: Indicadores de rentabilidad	52
Ilustración 25: Indicador de gestión	53
Ilustración 26: Indicadores de liquidez, solvencia y endeudamiento	54

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1 <i>Ventajas y desventajas de los principales métodos de valoración de empresas</i>	10
Tabla 2 <i>Competencia</i>	31
Tabla 3: <i>Estado de resultado real + proyectado al 31 de diciembre de 2020</i>	55
Tabla 4: <i>Estado de situación financiera al 31 de julio de 2020</i>	56
Tabla 5: <i>Supuestos para la proyección de flujos de caja</i>	57
Tabla 6: <i>Cálculo de capital de trabajo</i>	59
Tabla 7: <i>Flujo de caja libre proyectado a 5 años</i>	60
Tabla 8: <i>Proyección de ocupación</i>	61
Tabla 9: <i>Flujo de beneficios derivados de la deuda</i>	61
Tabla 10: <i>Cálculo del costo patrimonial</i>	62
Tabla 11: <i>Estimación del valor terminal</i>	63
Tabla 12: <i>Supuestos para escenario optimista</i>	65
Tabla 13: <i>Supuestos para escenario pesimista</i>	66
Tabla 14: <i>Cálculo de la valoración financiera de Tour Operador C.L. – Escenario conservador</i>	67
Tabla 15: <i>Cálculo de la valoración financiera de Tour Operador C.L. – Escenario optimista</i>	67
Tabla 16: <i>Cálculo de la valoración financiera de Tour Operador C.L. – Escenario pesimista</i>	68
Tabla 17: <i>Valor financiero ponderado de Tour Operador C.L.</i>	68

ABREVIATURAS

APV:	Adjusted present value
BCE:	Banco Central del Ecuador
CAPM:	Capital Asset Pricing Mode
CDC:	Centers for Disease Control and Prevention
COE:	Comité de Operaciones de Emergencias Nacional
DCF:	Discounted Cash Flow
DPNG:	Dirección del Parque Nacional Galápagos
EBITDA:	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization
FCD:	Flujo de Caja de Deuda
FCL:	Flujo de Caja Libre
FODA:	Fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas
INEC:	Instituto Nacional de Estadísticas y Censo
IPC:	Índice de Precios al Consumidor
IPCEG:	Índice de Precios al Consumidor Espacial de Galápagos
IVA:	Impuesto al Valor Agregado
MINTUR:	Ministerio de Turismo
NIIF:	Norma Internacional de Información Financiera
OMT:	Organización Mundial del Turismo
OMS:	Organización Mundial de la Salud
PER:	Price Earning Ratio
PIB:	Producto Interno Bruto
SEC:	Securities and Exchange Commission
SIC:	Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros
SRI:	Servicio de Rentas Internas
UEC:	Unión de Expertos Contables Europeos
VP:	Valor Presente
VPN:	Valor Presente Neto
VPA:	Valor Presente Ajustado
VT:	Valor Terminal
WACC:	Weighted Average Cost of Capital

CAPÍTULO I

1. INTRODUCCIÓN

El autor Nassim Nicholas Taleb publicó su libro “El Cisne Negro: El Impacto de lo Altamente Improbable” en 2007, en el que compara a esta ave con una metáfora que tiene los atributos de ser sorpresivo, causa un impacto cultural y socioeconómico, además de ser obvio en retrospectiva (Navarro, 2020). El Covid-19 es considerado un “Cisne Negro” por lo antes mencionado, y entre las industrias a las que golpeó fuertemente está el Turismo.

1.1. Antecedentes

Según la Organización Mundial del Turismo (OMT, 2018) en el 2017 los arribos internacionales de turistas a nivel mundial crecieron notablemente en un 7% más de lo esperado en base a la tendencia histórica, la cual se encontraba entre el 4% y 5%, alcanzando un total de 1,322 millones de personas y representando los resultados más altos desde el 2010. Para el año 2018, la OMT (2019b) sostuvo que las llegadas de turistas fueron de 1,400 millones de personas fortaleciendo el incremento con el 6%. En lo que respecta al 2019, si comparamos los resultados obtenidos durante el primer semestre con el mismo periodo del año anterior, se registraron 671 millones, es decir, alrededor de 30 millones más de arribos (OMT, 2019a). El 31 de diciembre de 2019 la Organización Mundial de la Salud (OMS, 2020) identifica una declaración de la Comisión Municipal de Salud de Wuhan para los medios de comunicación en la que anuncia acerca de casos de una neumonía vírica en Wuhan, República Popular China. El 11 de febrero de 2020 la OMS informa que la enfermedad provocada por un nuevo coronavirus se denominaría Covid-19, finalmente, el 11 de marzo de este año el Covid-19 fue declarado como pandemia global por sus niveles de propagación y gravedad. El 14 de marzo de 2020, el Director de los Centers for Disease Control and Prevention (CDC, 2020) emitió una orden de no navegar para cruceros por

considerar que los viajes en este medio pueden introducir, transmitir o diseminar el Covid-19. Esta orden permanece vigente hasta el 30 de septiembre de 2020. El 15 de septiembre de 2020, la OMT (2020) emitió un comunicado de prensa donde informa que las llegadas de turistas internacionales se redujeron en un 93% en junio en contraste con los resultados de 2019, esto por las medidas tomadas por los Gobiernos en respuesta a Covid-19 como el cierre de las fronteras en todo el mundo y las restricciones de viajes. Si se considera un levantamiento gradual y lineal de éstas restricciones, el descubrimiento de una vacuna o tratamiento y se restablece la confianza de los viajeros, se estima el regreso en términos de llegadas de turistas a los niveles de 2019 entre 2 a 4 años.

En Ecuador, en el 2019, las llegadas de turistas extranjeros que ingresaron al país por vía aérea sin considerar a los procedentes desde Venezuela, fueron de 987,421, esto quiere decir que existió un crecimiento del 7% respecto al 2018 (923,349 personas) (Larenas, 2020). Como lo indica la Dirección del Paque Nacional Galápagos (DPNG, 2020) los arribos turísticos a las áreas protegidas de la provincia de Galápagos durante el 2019 tuvieron una reducción del -1.7%, esto es, 271,238 turistas en comparación con las cifras de 2018 de 275,817 visitantes. Durante los últimos diez años comprendidos entre el 2010 y 2019 se presentaron caídas en el 2012 (-2%), 2016 (-3%) y 2019 (-2%). Por otro lado, si tomamos en cuenta solo los años con incremento en los arribos, la tasa anual de crecimiento compuesto es de 5.1%. El 29 de febrero de 2020 se confirmó el primer caso de Covid-19 en el país. El 11 de marzo de este año la Ministra de Salud, a través del acuerdo ministerial No 00126-2020 declara el Estado de Emergencia Sanitaria en Sistema Nacional de Salud y dos días después el 13 de marzo se activó el Comité de Operaciones de Emergencias (COE) Nacional para la coordinación de la emergencia, las medidas adoptadas son suspensión de eventos masivos de más de 250 personas, prohibición de ingreso de pasajeros por 21 días debiendo realizar el aislamiento obligatorio preventivo de 14 días, entre otros, (Servicio Nacional de Gestión de Riesgos y Emergencias, 2020). Se estima que en 2020 los ingresos por turismo caigan en un 70% en comparación con 2019, en marzo las pérdidas bordearon los US\$250 millones de dólares en este sector (El Universo, 2020). El 13 de julio de 2020, después de 120 días sin actividad turística en Galápagos el Ministerio del Ambiente y Agua autoriza la reapertura de los lugares de visita del Parque Nacional que va dirigido a visitantes locales mientras los vuelos comerciales se reanudan y se pueda iniciar de nuevo la oferta de paquetes turísticos al turista nacional (El Comercio, 2020).

Tour Operador C.L. fue constituida en Ecuador en febrero de 1985 siendo su actividad principal la explotación y desarrollo de la actividad turística en las Islas Galápagos a través de la embarcación llamada "Fogata II" brindando cruceros que recorren todo el archipiélago los 365 días del año. En el 2013 fue adquirida por Luxury Cruises que es una línea de cruceros de ultra lujo con sede en Francia. Un año después, en febrero de 2014 la motonave fue rebautizada como "Galápagos". El 15 de marzo de 2020, la Administración de la compañía suspendió las operaciones en el crucero como medida frente al Covid-19, la que se mantendrá hasta el 31 de diciembre de este año. Se espera reiniciar la operación en la embarcación en enero de 2021 en base a las reservas confirmadas hasta la emisión de este proyecto.

1.2. Definición del tema o problema

Realeza del Caribe se constituyó como una corporación en 1985 en la República de Liberia. Actualmente es la segunda compañía de cruceros más grande del mundo, tiene su sede en Miami, Florida y cuenta con oficinas y representantes a nivel mundial. Opera un total de 63 barcos de varios tamaños con itinerarios que requieren 1,000 destinos en los siete continentes, así como, una surtida oferta de actividades a bordo y en tierra. Tiene marcas posicionadas a nivel mundial que le permite atraer a una variada clasificación de clientes logrando que su abastecimiento global esté diversificado y cuyo objetivo es maximizar el valor para los accionistas a largo plazo. Por otro lado, Luxury Cruises se formó en 1990, se encuentra posicionada como una línea de cruceros de lujo con barcos pequeños, altos estándares de hospedaje, extraordinarios restaurantes, servicio personalizado e itinerarios que incluyen las Islas Galápagos, la Antártida y el Ártico mediante la operación de nueve embarcaciones y una capacidad de alrededor de 2,650 camas con itinerarios de cruceros que van de seis a veinticinco noches (SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION [SEC], 2019).

Para el año 2019, la línea de cruceros Realeza del Caribe está interesada en comprar la operación en Ecuador de Luxury Cruises, que es la compañía llamada Tour Operador C.L., debido a que quiere tener presencia en uno de los lugares más exóticos del mundo.

La transacción de compra – venta se encuentra en la Fase 1 que consiste en: i) valoración de la compañía; ii) revisión de los resultados de la valoración con los socios; y iii) preparación del acuerdo de intención de compra-venta del negocio, por lo tanto, este proyecto tiene como finalidad responder a la pregunta ¿Cuál es el valor financiero de Tour Operador C.L. usando el método de flujo de caja descontado?

1.3. Objetivos

1.3.1. Objetivo General

Aplicar la valoración mediante el método de flujo de caja descontado a la empresa Tour Operador C.L.

1.3.2. Objetivos específicos

- Caracterizar el entorno económico y financiero de la empresa Tour Operador C.L.
- Revisar la definición, ventajas y desventajas de las principales metodologías de valorización de empresas.
- Definir los factores internos y supuestos necesarios para la valoración bajo la metodología de flujo de caja descontado.
- Estimar el valor de la empresa.
- Realizar análisis de sensibilización.
- Determinar conclusiones en base a los resultados obtenidos en la valoración de Tour Operador C.L.

1.4. Justificación

La valoración es una parte importante al analizar una adquisición, donde, la empresa ofertante debe determinar el valor razonable para la empresa objetivo antes de realizar una propuesta y la empresa objetivo debe determinar el valor razonable por sí mismo antes de resolver si acepta o rechaza la oferta. Existen elementos a considerarse en la valoración de la adquisición, por ejemplo, los efectos de la sinergia en el valor combinado de las dos firmas, los efectos sobre el valor, el cambio de gestión y la reestructuración de la empresa objetivo. En la actualidad, el problema que se presenta al momento de realizar una valoración

es el acceso a mucha información, para lo cual, saber distinguir la información útil de la que no lo es, se ha convertido en un aspecto tan importante como los modelos y técnicas de valoración (Damodaran, 2012e).

El presente trabajo tiene como finalidad determinar el valor de la empresa Tour Operador C.L., mediante el método de flujo de caja descontado.

Así mismo, se pretende aportar con información útil para los directivos de las organizaciones ecuatorianas que en el futuro vayan a realizar este tipo de valoraciones, proporcionándoles lineamientos adecuados para la toma de decisiones.

CAPÍTULO II

2. REVISIÓN DE LITERATURA

En la década de los 80 inició el mercado alcista que llegó a su punto máximo a finales de los 90 con el Internet que condujo a pensar a los más tradicionalistas que la economía había entrado en una nueva era de prosperidad sin límites tradicionales. Sin embargo, con el estallido de la burbuja puntocom y los posteriores escándalos contables corporativos como el caso ENRON y la caída de Lehman Brothers quedó demostrado que era necesario la implementación de nuevas regulaciones e investigaciones gubernamentales. La incertidumbre generada ha marcado una tendencia en el transcurso de los años, debido a que los inversionistas y administradores han recurrido al análisis financiero fundamental y a los modelos de flujo de caja descontado (DCF, por sus siglas en inglés) como puntos angulares para la valoración de las empresas. Los gerentes deben estar atentos en la forma en que sus empresas crean valor real en el largo plazo y cómo se concatenan con sus estrategias, porque no siempre pueden confiar en las señales del mercado de valores (Koller, Goedhart y Wessels, 2010b).

2.1. Conceptos de valoración

Para Sanjurjo y Reinoso (2003), la valoración de una empresa es el proceso a través del cual se trazan hipótesis con la finalidad de cuantificar los elementos que conforman el patrimonio de una empresa o cualquier otra característica de la misma que pueda ser valorada y considerada como precio susceptible de ser obtenido, pero que se debe diferenciar del precio convenido.

Koller et al. (2010b) indican que las empresas crean valor mediante la inversión del capital que consiguen de los inversores con la finalidad de generar flujos de efectivo futuros a tasas de rendimiento superiores al costo de capital. Lo que impulsa el valor es la combinación de crecimiento y rendimiento del capital invertido (ROIC, por sus siglas en inglés) en relación con su costo. El principio conocido como la conservación de valor concluye que todo lo que no aumenta los flujos de efectivo no crea valor.

Hay que mencionar, además que Damodaran (2012a) alude que la valoración no es un ejercicio objetivo y cualquier prejuicio y sesgo que un analista otorgue al proceso hallará su camino hacia el valor, razón por la cual, para invertir y administrar de manera exitosa los activos, la clave es entender cuál es el valor y sus fuentes. De manera que el precio pagado por algún activo debe reflejar los flujos de efectivo que se espera que produzcan.

La valoración de una empresa según Fernández (2019) es un ejercicio de prudencia que necesita conocimientos técnicos, no obstante, los errores de valoración han sido ocasionados por no responder apropiadamente a alguna de las siguientes preguntas ¿qué se está haciendo?, ¿por qué se está haciendo la valoración de determinada manera? y ¿para qué y para quién se está haciendo la valoración?.

2.2. Métodos de valoración de empresas

Los analistas emplean una serie de modelos para valorar a los activos, los cuales, con frecuencia realizan suposiciones diferentes sobre los precios, sin embargo, comparten algunas características comunes y pueden clasificarse según lo mencionado en la literatura de Sanjurjo y Reinoso (2003a), Koller et al. (2010a), Damodaran (2012c), Fernández (2019b) como:

- Métodos basados en el Balance
 - Valor contable
 - Activo neto real
 - Valor sustancial
 - Valor de liquidación
 - Valor contable ajustado
- Métodos basados en la cuenta de resultados (múltiplos)
 - Valor de los beneficios PER (Price Earning Ratio)

- Valor de los dividendos
- Múltiplos de las ventas
- Otros múltiplos
- Métodos mixtos, basados en el fondo de comercio o goodwill
 - Clásico
 - Método de la UEC (Unión de Expertos Contables Europeos)
 - Método simplificado de la "renta abreviada del goodwill" o método de la UEC simplificado
 - Otros
- Método basado en el descuento de flujos de fondos (cash flows)
 - Flujo para la deuda
 - Flujo para acciones
 - Dividendos
 - APV (Valor Actual Ajustado)
 - Free cash flow
- Métodos basados en la teoría de opciones
 - Binomial
 - Fórmula de Black y Scholes

A continuación se detallan brevemente las metodologías arriba mencionadas con la finalidad de evaluar su aplicación en la valoración de una compañía:

2.2.1. Métodos basados en el balance (valor patrimonial)

Se refiere a los métodos que tratan de estimar el valor patrimonial de la empresa, su estudio se basa en el presente del negocio, sin tener en cuenta consideraciones futuras de la misma, es decir, los activos a su coste de adquisición y los pasivos a su valor de reembolso (Sanjurjo y Reinoso, 2003a). Entre estos métodos podemos mencionar los siguientes: valor contable, activo neto real, valor sustancial, valor de liquidación y valor contable ajustado.

2.2.2. Métodos basados en la cuenta de resultados (múltiplos)

Éstos métodos buscan determinar el valor de la empresa mediante la comparación de la variable de la cuenta de resultados tomadas de empresas cotizadas similares y de transacciones recientes comparables. Las variables utilizadas con mayor frecuencia para su comparación son: el beneficio neto, los dividendos, las ventas, el beneficio de explotación y el beneficio de explotación antes de amortizaciones (Sanjurjo y Reinoso, 2003b). Los métodos más empleados son: valor de los beneficios PER (Price Earning Ratio), valor de los dividendos, múltiplos de las ventas y otros múltiplos.

2.2.3. Métodos mixtos, basados en el fondo de comercio o goodwill

Bajo este método el valor de la empresa es igual al valor de su activo neto más el valor del fondo de comercio. Se clasifica en: clásico, método de la UEC (Unión de Expertos Contables Europeos), método simplificado de la "renta abreviada del goodwill" o método de la UEC simplificado entre otros. El objetivo de éstos métodos es obtener el valor de la empresa mediante la estimación del valor conjunto de su patrimonio agregando una plusvalía como resultado del valor de sus beneficios futuros (Fernández, 2019c).

2.2.4. Método basado en el descuento de flujos de fondos (cash flows)

En esta metodología se relaciona el valor de un activo con el valor presente (VP) de los flujos de efectivo futuros esperados para ese activo. Los flujos de efectivo son descontados a una tasa de descuento ajustada por el riesgo con la finalidad de llegar a una estimación del valor (Damodaran, 2012a). Los modelos de Valoración de Activos de Capital (CAPM, por sus siglas en inglés) y Costo de Capital Promedio Ponderado (WACC, por sus siglas en inglés) se utilizan para la tasa de descuento.

2.2.5. Métodos basados en la teoría de opciones

Debemos distinguir entre opciones financieras y reales. Las opciones financieras se refieren a un contrato que otorga el derecho, pero no la obligación de comprar o vender un determinado activo subyacente a un precio concreto o precio de ejercicio. Pueden ser

opciones de compra (call) o de venta (put). En cambio, las opciones reales se encuentran en un proyecto de inversión cuando existe alguna posibilidad futura de actualización al conocerse la resolución de alguna incertidumbre actual. Los métodos de valoración de opciones son: binomial y fórmula de Black y Scholes (Sanjurjo y Reinoso, 2003c).

La tabla 1 en forma analítica muestra un resumen de las ventajas y desventajas de los principales métodos de valoración:

Tabla 1 *Ventajas y desventajas de los principales métodos de valoración de empresas*

Métodos	Ventajas	Desventajas
Basados en el Balance	El valor del patrimonio contable es empleado como el valor de referencia de la compañía. Metodología sencilla para realizar la valoración.	Proporciona valor en una óptica estática. Se basa en la contabilidad. Se valora con un criterio subjetivo. No considera el valor del dinero en el tiempo. No refleja la participación de la empresa en el mercado. El valor es el mismo tanto para una empresa en marcha que para una en liquidación. El inversionista toma una decisión sobre hechos pasados.
Basados en la cuenta de resultados (múltiplos)	Metodología de fácil aplicación. Utiliza información real del mercado. Valor comparable facilitando la toma de decisiones del inversionista.	La información real del mercado puede ser sesgada. Analiza en base a la situación operacional. El punto de partida es la hipótesis de que la empresa evaluada va a tener un comportamiento semejante a las otras “similares” de su sector. Inconvenientes para hallar empresas 100% comparables.

Basado en el descuento de flujos de fondos	<p>Considera el valor del crecimiento, el valor del dinero en el tiempo y el costo de capital.</p> <p>Refleja el grado de riesgo de los flujos.</p> <p>Facilita criterios de decisión sistemáticos.</p> <p>Hace posible el análisis de sensibilidad sobre las variables críticas.</p>	<p>Metodología de cálculo complejo.</p> <p>Evalúa mediante supuestos subjetivos.</p> <p>La evaluación se puede volver estática.</p> <p>Esta metodología sobrevalora o subvalora ciertas clases de proyectos.</p> <p>La tasa de descuento no podría representar los riesgos reales si el valuador no tiene el juicio adecuado sobre su elección.</p>
--	---	---

Fuente: Elaboración propia con base en Sanjurjo y Reinoso (2003a), Koller et al. (2010a), Damodaran (2012c), Parra (2013) y Fernández (2019b)

CAPÍTULO III

3. METODOLOGÍA

3.1. Tipo de estudio

De acuerdo con lo expuesto por Hernández, Fernández y Baptista (2014) la metodología empleada es de tipo cuantitativo con un alcance descriptivo, ya que este tipo de estudio permite detallar situaciones y eventos, es decir, cómo son y cómo se manifiesta un fenómeno y busca especificar las propiedades y características de lo que se va a analizar.

El diseño es no experimental cuyas características son recoger datos con los cuales se pretende realizar la valoración de la empresa Tour Operador C.L., mediante la inclusión de factores económicos (Hernández et al., 2014a).

Se analizará el entorno financiero de la compañía por medio del cálculo de indicadores considerando los datos históricos.

3.2. Fuentes de información

3.2.1. Fuentes primarias

Se emplearán fuentes primarias de información para poder realizar un análisis interno de Tour Operador C.L. como son: estados financieros, informe de auditores externos, informes de la gerencia y reportes de presupuestos.

3.2.2. Fuentes secundarias

Como fuentes secundarias de información con la finalidad de hacer un análisis externo, se utilizarán publicaciones disponibles en las páginas web de: Servicio de Rentas Internas (SRI), Banco Central del Ecuador (BCE), Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (SIC), Instituto Nacional de Estadísticas y Censo (INEC), así como, artículos en periódicos y revistas relacionados al tema.

3.3. Justificación del método de valoración seleccionado

Después de haber analizado los principales métodos de valoración con sus respectivas ventajas y desventajas se ha seleccionado el método de flujo de caja descontado bajo el enfoque del valor presente ajustado (APV, por sus siglas en inglés).

3.3.1. Método del valor presente ajustado APV

La valoración de flujo de caja descontado es el método en el que el precio de un activo es el valor presente de los flujos futuros con una tasa de descuento ajustada en función del riesgo, lo que quiere decir es que a mayor riesgo más alta será la tasa.

El enfoque de valor presente ajustado consiste en valorar a la empresa por separado, iniciando por el patrimonio y posteriormente se añaden los efectos sobre el valor de la deuda al considerar el valor presente de los beneficios fiscales proporcionados por los pagos de intereses deducibles y los costos de bancarrota esperados (Luehrman, 1997).

Según como indica Damodaran (2012c) el valor de la empresa se determina en tres pasos:

1. Estimando el valor de la empresa no apalancada,
2. Considerando el valor presente de los ahorros en impuestos por intereses generados por préstamos,
3. Evaluando el efecto de los préstamos el monto sobre la probabilidad de que la empresa vaya a la quiebra y el costo esperado de la quiebra.

A continuación se explica cada paso de este enfoque:

3.3.1.1. Valor de la empresa no apalancada

Para obtener el valor de la empresa no apalancada, se debe descontar el flujo de efectivo libre esperado para la empresa al costo no apalancado del capital.

$$V^u = E(FCFF_1) / (\rho_u - g)$$

Dónde,

$FCFF_1$: Flujo de caja libre de los activos esperado,

ρ_u : Costo de capital no apalancado,

g : Tasa de crecimiento esperada

Cuando el supuesto de crecimiento constante no se mantiene, se debe calcular la sumatoria de valores presentes de los flujos futuros.

3.3.1.2. Beneficio fiscal esperado del préstamo

Este beneficio es una función de la tasa impositiva de la empresa y se descuenta al costo de la deuda para reflejar el riesgo de este flujo de efectivo. Cuando los ahorros fiscales son considerados como una perpetuidad tenemos lo siguiente:

$$\begin{aligned} & \text{Valor de los beneficios fiscales} \\ = & (Tasa de Impuestos * Costo de la Deuda * Deuda) / (Costo de la Deuda) \\ & = Tasa de Impuestos * Deuda = t_c D \end{aligned}$$

Cuando el ahorro fiscal es variable en el tiempo, se debe calcular la sumatoria de valores presentes con la tasa de costo de deuda.

3.3.1.3. Estimación de los costos esperados de la quiebra y el efecto neto

En cuanto a la estimación de la probabilidad de incumplimiento con la deuda adicional y el costo directo e indirecto de la quiebra:

$$\begin{aligned} & \text{Valor Presente del Costo Esperado de la Quiebra} \\ &= \text{Probabilidad de quiebra} * \text{VP de costo de quiebra} \\ & \pi_a = BC \end{aligned}$$

Dónde,

π_a : Probabilidad de incumplimiento luego de la deuda adicional,

BC : Valor presente del costo de quiebra

Ni la probabilidad de quiebra ni el costo de la quiebra se pueden estimar directamente, en este sentido existen dos formas en que la probabilidad de quiebra puede estimarse indirectamente:

1. Estimar una calificación de bonos para cada nivel de deuda y emplear las estimaciones empíricas de las probabilidades de incumplimiento para cada calificación, y
2. Utilizar un enfoque estadístico que permita estimar la probabilidad de incumplimiento.

3.3.2. Tasas de descuento

A la tasa de descuento también se la conoce como rendimiento requerido del proyecto debido a que éste debe aceptarse si causa un rendimiento por encima de lo esperado. De igual manera, se la llama costo de capital porque el proyecto debe generar lo necesario para cancelar a los proveedores de capital. Si consideramos que todos los proyectos de la empresa tienen el mismo riesgo, se puede decir que la tasa de descuento es la misma que el costo de capital.

El modelo de valuación de activos de capital (CAPM - *Capital Asset Pricing Model*) se puede emplear para estimar el rendimiento requerido considerando tres factores: la tasa libre de riesgo, la prima de riesgo de mercado y la beta de la compañía (Ross, Westerfield y Jaffe, 2012):

$$K_P = R_F + \beta * (R_M - R_F)$$

Dónde,

K_P : *Rendimiento esperado,*

R_F : *Tasa libre de riesgo,*

β : *Beta o riesgo sistemático,*

R_M : *Rendimiento esperado sobre el portafolio de mercado,*

$R_M - R_F$: *Prima de riesgo de mercado*

3.3.3. Valor terminal

Al momento de realizar la valoración de una compañía si consideramos el principio contable de negocio en marcha, el cual, según lo indicado por Gerencie (2013), se refiere a que ésta tiene la capacidad de seguir operando en el futuro previsible, por lo que, al cierre de una valoración se calculan los flujos de efectivo por un período y se estima un valor para la empresa al final de ese tiempo, es decir, un valor terminal.

El valor terminal se lo puede calcular de tres maneras:

1. Valor de liquidación, es cuando se asume que la empresa cesará sus operaciones en el futuro y se estimaría lo que pagarían por los activos que haya acumulado.
2. Enfoque de múltiplo, se lo obtiene empleando un múltiplo a las ganancias, ingresos o valor contable para estimar el valor en el año final. Los múltiplos son calculados a partir de empresas comparables dando como resultado una combinación de flujo de caja relativa y descontada, y no olvidemos que la valoración de flujo de caja descontada debe proporcionarnos el valor intrínseco no relativo.

3. Modelo de crecimiento perpetuo, supone que los flujos de efectivo de la empresa crecerán a una tasa constante, es decir, a una tasa de crecimiento estable.

Finalmente, la mejor manera de estimar el valor terminal en un modelo de flujo de caja descontado es empleando un valor de liquidación o un modelo de crecimiento perpetuo.

Se debe considerar que cuanto mayor sea el potencial de crecimiento en una empresa, mayor será la proporción del valor que proviene del valor terminal.

La expresión que propone la metodología según Damodaran (2012b) es:

$$VT_t = \frac{Flujo_{t+1}}{r-g}$$

Donde: g es la tasa de crecimiento

CAPÍTULO IV

4. ANÁLISIS DE TOUR OPERADOR C.L.

4.1. Análisis externo

4.1.1. Contexto macroeconómico

El análisis del contexto macroeconómico sirve para entender los acontecimientos económicos que afectaron los resultados de las empresas del sector turístico y de Tour Operador C.L., por lo tanto, se analizarán las principales variables macroeconómicas que estén relacionadas a este tipo de actividad.

4.1.1.1. Sector Real

En esta sección examinaremos el sector real de la economía ecuatoriana mediante el estudio de las variables macroeconómicas Producto Interno Bruto (PIB), inflación y salarios.

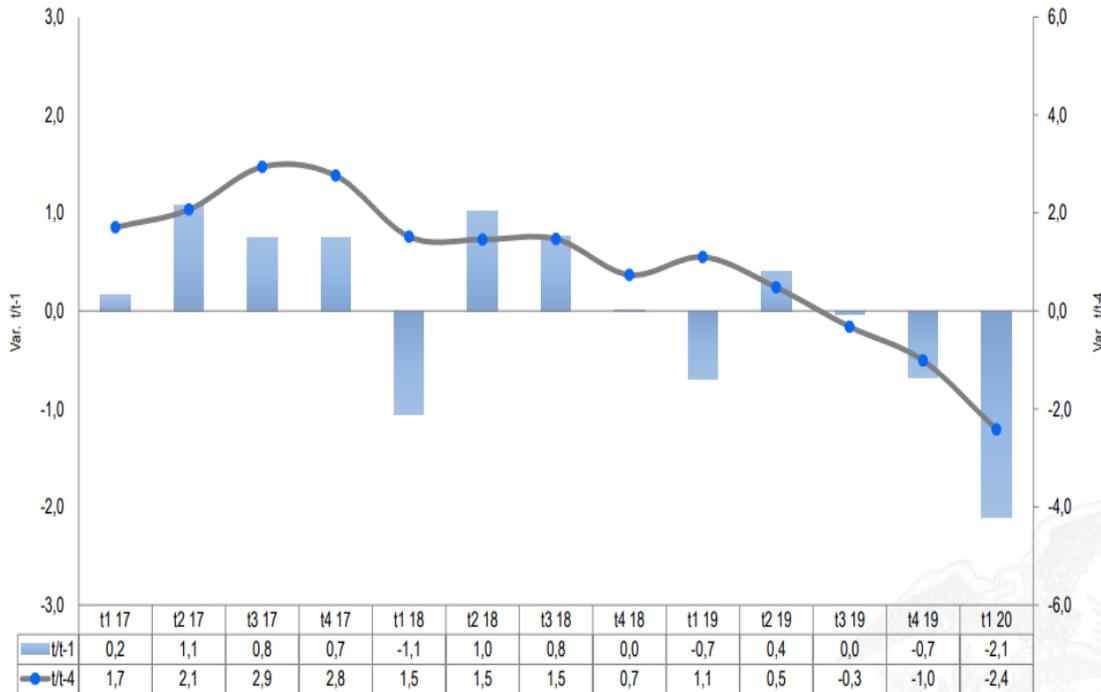
4.1.1.1.1. Producto Interno Bruto (PIB)

El PIB “mide el valor monetario total de los bienes y servicios finales producidos para el mercado durante un año dado, dentro de las fronteras de un país” (Mochón, 2005, p.22). Para comparar la actividad económica de diferentes años se debe ajustar los efectos de la inflación, esto es, debemos considerar el PIB en términos reales, donde las cantidades producidas se valoran con los precios de un año base (Bernanke y Frank, 2007a).

Según la información presentada por el BCE (2020a) a precios constantes considerando el año base = 2007 el PIB en el cuarto trimestre de 2019 se mostró una

variación porcentual negativa de 1, respecto al cuarto trimestre de 2018 (t/t-4) y una variación porcentual de -0.7 respecto al trimestre anterior (t/t-1).

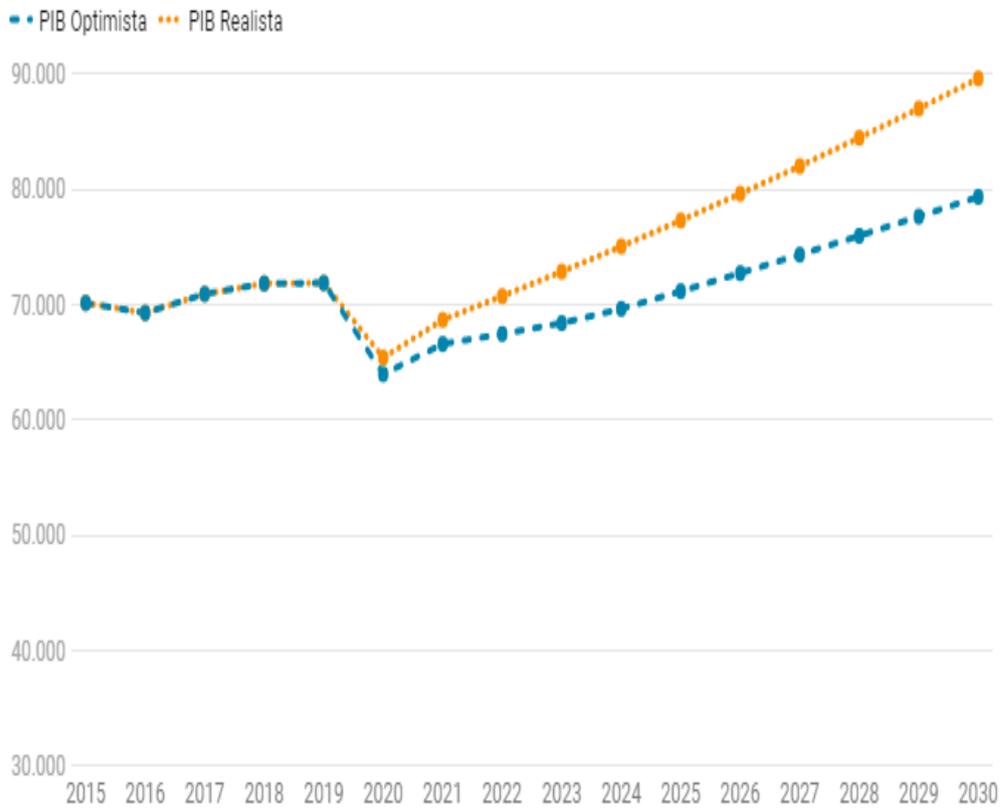
Ilustración 1: Producto Interno Bruto - PIB. 2007 = 100. Tasas de variación trimestral



Fuente: BCE

Por efectos de la pandemia mundial de Covid-19 el PIB podría caer hasta en un -11% para el 2020 en un denominado “escenario realista”, mientras que, bajo un “escenario optimista” la reducción sería de un -9%, según las proyecciones realizadas por la Consultora Multiplica (2020), donde la ocurrencia o no de cada escenario depende de cómo evolucione la inversión pública, inversión privada y sectores productivos de exportación especialmente las no petroleras y volvería a niveles previo a Covid-19 en 2023 o 2026.

Ilustración 2: PIB y previsiones de PIB bajo los escenarios optimista y realista



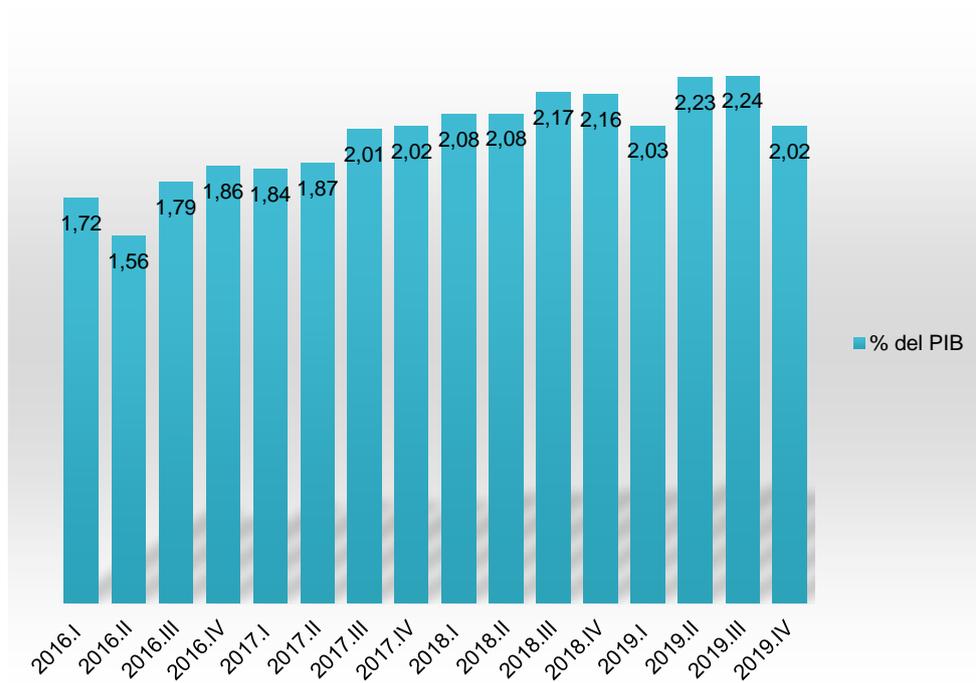
Fuente: Consultora Multiplica para Primicias

Si observamos el gasto turístico realizado por los no residentes que llegaron al país desde el año 2016 hasta el 2019, podemos notar que a partir del tercer trimestre de 2017 ha representado el 2% del PIB¹ siendo los principales países de llegadas² durante los años 2018 y 2019 Estados Unidos, España, Canadá, Alemania y Francia.

¹ <https://www.bce.fin.ec/index.php/boletines-de-prensa-archivo/item/1370-la-econom%C3%ADA-ecuatoriana-decreci%C3%B3-24-en-el-primer-trimestre-de-2020>

² <https://servicios.turismo.gob.ec/descargas/Turismo-cifras/Publicaciones/BoletinesMensualesTurismo/2019/MUESTRA-INDICADORES-DICIEMBRE-2019.pdf>

Ilustración 3: Peso del consumo turístico receptor en el PIB



Fuente: MINTUR

Ecuador dejará de percibir alrededor de US\$1,600 millones como resultado de una contracción de aproximadamente el 70% en el sector de turismo. Los ingresos de divisas por llegadas de turistas bajaron un 18% en comparación con 2019 entre enero y marzo (Revista Ekos, 2020).

4.1.1.1.2. Inflación

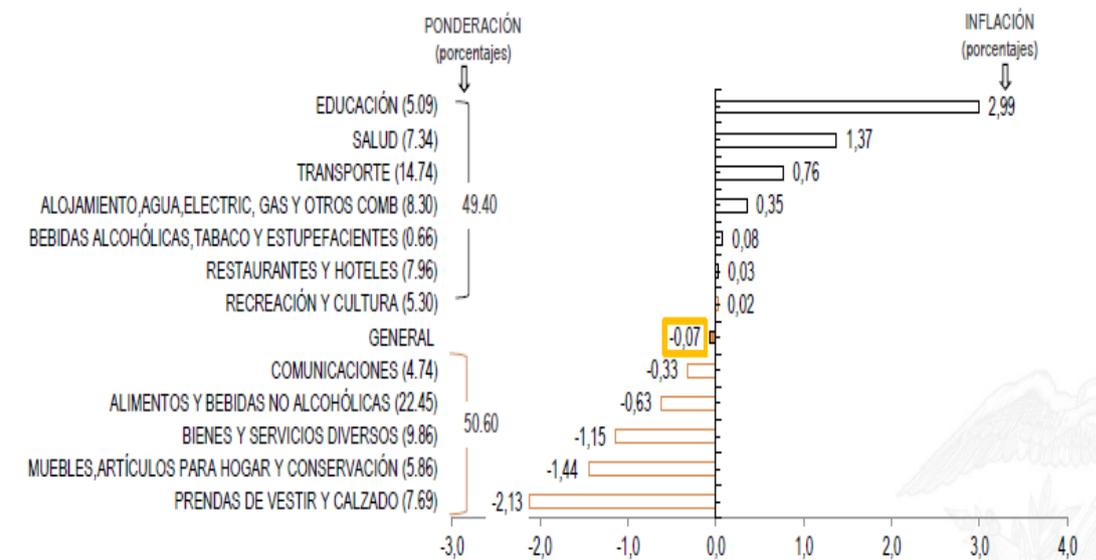
La inflación es un indicador que permite medir la variación del nivel medio de precios a través del tiempo, reflejando la reducción del poder adquisitivo y es medido estadísticamente mediante el Índice de Precios al Consumidor (IPC) (Bernanke y Frank, 2007b).

En diciembre de 2019³ el IPC fue de 105.21 (2018: 105.28), la inflación mensual fue de -0,01% (2018: 0,10%), la anual y acumulada fueron de -0,07% (2018: 0.27%).

³ https://www.ecuadorencifras.gob.ec/documentos/web-inec/Inflacion/2019/Diciembre-2019/Boletin_tecnico_12-2019-IPC.pdf

La canasta del IPC cuenta con doce divisiones de consumo, de las cuales, en cinco se registraron variaciones negativas en la incidencia anual de 2019, siendo Prendas de vestir y calzado -2.13% (2018: -2.91%) la de menor porcentaje. De las siete agrupaciones restantes que registraron variaciones positivas la que presentó el mayor resultado fue Educación y Salud por 2.99% (2018: 1.65%) (BCE, 2020a).

Ilustración 4: Incidencia anual por división de consumo - En puntos porcentuales



Fuente: BCE

El Índice de Precios al Consumidor Turístico (IPCT) a diciembre de 2019⁴ fue de 105.5, mientras que a diciembre de 2018 fue de 105.80, dicho de otro modo, presentó un decrecimiento de 0.3%.

También debemos considerar el Índice de Precios al Consumidor Espacial de Galápagos (IPCEG), que mide la diferencia de precios entre el Ecuador insular y continental. Ha sido fijado por el INEC en 1.803⁵, en otras palabras, el costo de vida en el archipiélago es un 80% más cara que en el Ecuador continental, por lo que la operación en Galápagos de Tour Operador C.L. se ve encarecida.

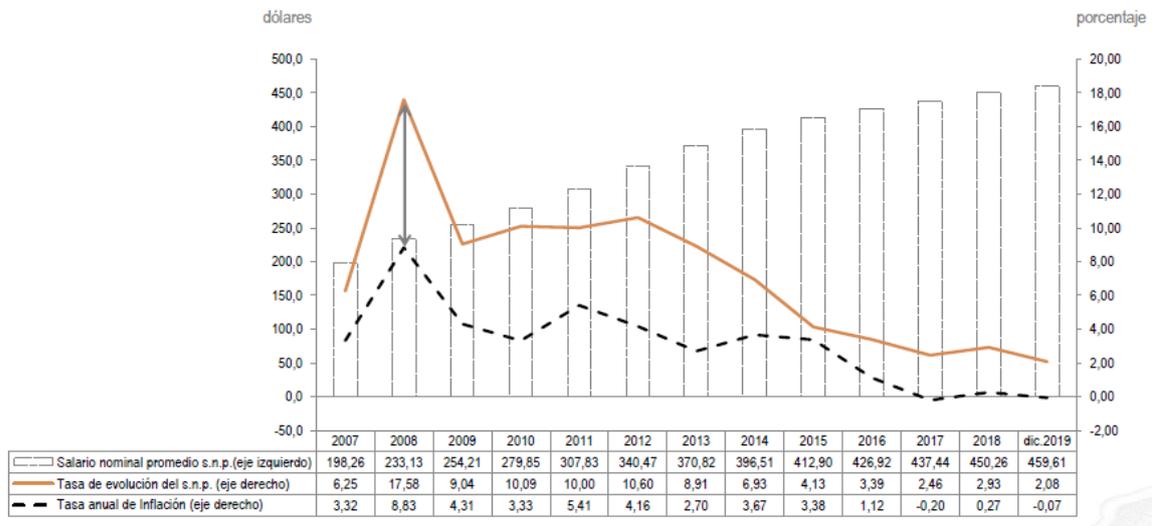
⁴ <https://servicios.turismo.gob.ec/descargas/Turismo-cifras/Publicaciones/BoletinesMensualesTurismo/2019/MUESTRA-INDICADORES-DICIEMBRE-2019.pdf>

⁵ <https://www.ecuadorencifras.gob.ec/galapagos-ya-cuenta-con-indice-de-precios-al-consumidor/>

4.1.1.1.3. Salarios

El salario nominal es el sueldo expresado en dinero que recibe el trabajador por sus labores en un tiempo determinado, en otras palabras, la que consta en el rol de pagos. El valor del salario depende del nivel de precios que tengan los bienes y servicios que utilice y de sus respectivos impuestos (Economía Finanzas, n.d.). El salario nominal en Ecuador ha sido creciente, no obstante, la brecha entre la tasa de evolución del salario nominal promedio y la inflación anual ha estado disminuyendo en el transcurso de los años. En 2019 el salario de un empleado promedio fue 459.61 dólares (2018: 450.26 dólares) (BCE, 2020b).

Ilustración 5: Evolución del salario nominal promedio e inflación anual-Período 2007 – 2019



Fuente: BCE

4.1.1.2. Sector Fiscal

En este sector se analiza el comportamiento que ha tenido el sector público no financiero, el Gobierno Central, los Gobiernos Seccionales, las Empresas Públicas No Financieras y el resto de entidades del sector público (BCE, n.d.).

En base a los datos obtenidos de la Información Estadística Mensual No 2014 de Diciembre 2019, publicado en la página del BCE con corte a octubre 2019, el Gobierno Central presentó un déficit global de -1,482.10 millones de dólares, mientras que, en octubre

de 2018 fue de -1,250.60 millones de dólares. Con esto se cumplen once años de déficit fiscales consecutivos en el Presupuesto General del Estado, que según lo explicado por el analista Alberto Acosta Burneo, esto se debe a un incremento en la inversión pública más el crecimiento del gasto corriente (El Universo, 2019).

4.1.2. Legislación ecuatoriana

4.1.2.1. Ley Orgánica de Régimen Especial de la Provincia de Galápagos⁶

En el Registro Oficial No. 520 del 11 de junio de 2015 se aprobó la Ley Orgánica de Régimen Especial de la provincia de Galápagos que en la cuarta disposición transitoria decreta que estarán vigentes bajo las mismas condiciones que fueron originalmente concedidos por el plazo improrrogable de nueve años a partir de la vigencia de esta ley, los permisos de operación turística concedidos antes del año 2009. Tour Operador C.L. tuvo el permiso de operación antes del 2009, por lo cual, ésta tendrá vigencia hasta el 2024. Adicionalmente, tres años antes a la fecha de expiración deberá participar en un concurso público convocado por la entidad encargada de emitir los nuevos permisos de operación turística que es la Secretaría Técnica del Consejo de Gobierno del Régimen Especial de la provincia de Galápagos.

4.1.3. Permisos y autorizaciones⁷

4.1.3.1. Ministerio de Turismo

Este ministerio emite el Certificado de inscripción para el desarrollo de la actividad turística y la Licencia anual de funcionamiento.

4.1.3.2. Ministerio del Ambiente

Por medio de la Dirección del Parque Nacional Galápagos entrega la Patente de Operación Turística.

⁶ Informe de auditores externos, Ejercicio fiscal 2018

⁷ Informe de auditores externos, Ejercicio fiscal 2018

4.1.3.3. Dirección Nacional de Espacios Acuáticos

Para poder llevar a cabo las inspecciones estatutarias y obtener el permiso de tráfico que habilita a la motonave a navegar en tráfico nacional o internacional es necesaria la matrícula de la nave otorgada por las capitanías de puerto.

4.1.3.4. Ministerio de Transporte y Obras Públicas

Mediante la Subsecretaría de Puertos y Transporte Marítimo y Fluvial, entrega el Permiso de Tráfico Nacional que habilita al crucero a navegar en aguas nacionales.

4.2. Análisis interno

La actividad económica de Tour Operador C.L. es la de operadores turísticos que incluyen transporte, hospedaje en tierra, venta de alimentos y bebidas, visitas a lugares históricos y culturales, venta de suvenires y actividades deportivas.

4.2.1. Misión

Hacer posible que los huéspedes vivan experiencias inolvidables en las Islas Galápagos, mediante un personalizado y excelente servicio al cliente, habitaciones espaciales y en un ambiente de ultra lujo (SILVERSEA, n.d.).

4.2.2. Visión

Ser el líder en cruceros de expediciones de ultra lujo en las Islas Galápagos.

4.2.3. Motonave

La embarcación denominada “Galápagos” fue construida en 1990, cuenta con una ocupación para 100 pasajeros y 70 tripulantes.

Tiene seis cubiertas en las cuales se distribuyen cinco clases de cabinas, dos restaurantes, un piano bar, un gimnasio, una biblioteca, área de spa y un salón de conferencia (Nature Galápagos & Ecuador, n.d.).

4.2.4. Servicios y productos⁸

A continuación una breve descripción de los productos y servicios brindados por Tour Operador C.L.:

4.2.4.1. Cabinas

La embarcación, cuenta con 50 cabinas que se clasifican en cinco categorías:

- Tiburón,
- Albatros,
- Pingüino,
- Tortuga y,
- Piquero

4.2.4.1.1. Tiburón (4 cabinas en la cubierta 6)

- Dormitorio de 34 m²
- Terraza privada incluida
- Servicio de lavandería
- Cena en la mesa del oficial

4.2.4.1.2. Albatros (12 cabinas en las cubiertas 4 y 5)

- Dormitorio de 25 m²
- Terraza privada incluida

4.2.4.1.3. Pingüino (2 cabinas en la cubierta 5)

⁸ <http://www.buscocrucero.com/navieras/silversea-cruises/25/silver-galapagos/302/1/barco/>

- Dormitorio de 26.38 m²
- Gran ventanal que ofrece vistas panorámicas
- Fácil acceso al mirador público

4.2.4.1.4. Tortuga (8 cabinas en la cubierta 5)

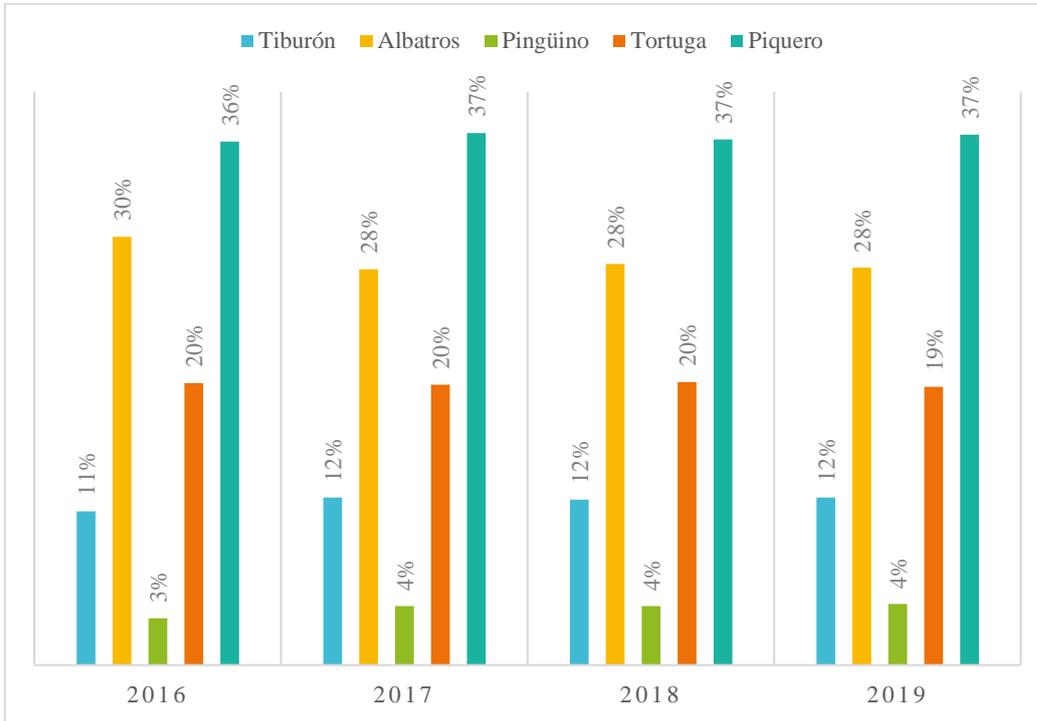
- Dormitorio de 28 m²
- Terraza privada incluida

4.2.4.1.5. Piquero (24 cabinas en las cubiertas 2, 3 y 4)

- Cubiertas 3 y 4
 - Dormitorio de 23 m²
 - Ventana panorámica
- Cubierta 2
 - Dormitorio de 22 m²
 - Tres ojos de buey

Las acomodaciones de las cabina pueden ser simples, dobles y máximas triples cada una, lo que también se encuentra sujeto a disponibilidad. El tipo de cabina que representa mayor aporte a las ventas de ocupación de cruceros es Piquero con un 37%, le sigue Albatros con un 28% y en tercer lugar Tortuga con un 19%.

Ilustración 6: Composición de ventas de ocupación de cruceros por tipo de cabina



Fuente: Elaboración propia en base a los estados financieros de Tour Operador C.L.

4.2.4.2. Expediciones con guías certificados por el Parque Nacional Galápagos

El Director del área de Expediciones es quien lidera al equipo de guías turísticos quienes son los encargados de acompañar a los huéspedes en las diferentes actividades como senderismo, recorridos en bote y buceo en aguas profundas. Adicionalmente, se realizan charlas a bordo de temas relacionados a la flora y fauna de las Islas Galápagos.

4.2.4.3. Amenities a bordo

Tour Operador C.L. se caracteriza por brindar productos de la más alta calidad que se encuentran disponibles para todos los pasajeros como son:

- Artículos de baño ecológicos,
- Mini-bar con snacks locales, bebidas alcohólicas y no alcohólicas,
- Batas de felpa y zapatillas,
- Acceso ilimitado a Internet Standard
- Televisor de pantalla plana

- Paquetes de películas en inglés y español, música y noticias vía satélite
- Resumen de los periódicos más reconocidos a nivel mundial.

4.2.4.4. Gastronomía

4.2.4.4.1. El Restaurante

Es el comedor principal con una espectacular vista al mar donde los pasajeros podrán degustar de exquisitas especialidades locales y regionales preparadas con ingredientes frescos, así como, de una carta con los mejores vinos.

4.2.4.4.2. El grill

En el día, El grill es un comedor de asador y por las noches los huéspedes pueden vivir la experiencia de cocinar en su mesa con rocas volcánicas colocadas en un horno a una temperatura de 400 C.

4.2.4.5. Zonas Públicas

4.2.4.5.1. Biblioteca

Cuenta con una selección de libros y revistas especializados en la flora y fauna de las Islas Galápagos.

4.2.4.5.2. Spa

A bordo está disponible una variedad de terapias de spa que incluyen faciales y masajes que pueden disfrutar tanto caballeros como damas.

4.2.4.5.3. Salón de conferencias

En este lugar el líder del área de expediciones ofrece conferencias y proyecciones de vídeo acerca de la fauna endémica y la espectacular naturaleza de las Islas Galápagos.

4.2.4.5.4. Gimnasio

Se encuentra equipado con pesas libres, máquinas de pesas, una caminadora y bicicletas estáticas.

4.2.4.5.5. Piano Bar

Se sirven una gama de cócteles con música en vivo, donde los huéspedes se pueden relajar y disfrutar de la puesta de sol.

4.2.4.6. Boutique

Cuenta con una selección de joyas, accesorios y comfortable ropa de expedición.

4.2.4.7. Hotel en tierra

Los pasajeros tienen la oportunidad de pasar un día o dos antes de su embarque en una de las tres ciudades más emblemáticas de Ecuador como son Guayaquil, Quito o Cuenca, ofreciéndoles la tranquilidad de abordar a tiempo al crucero.

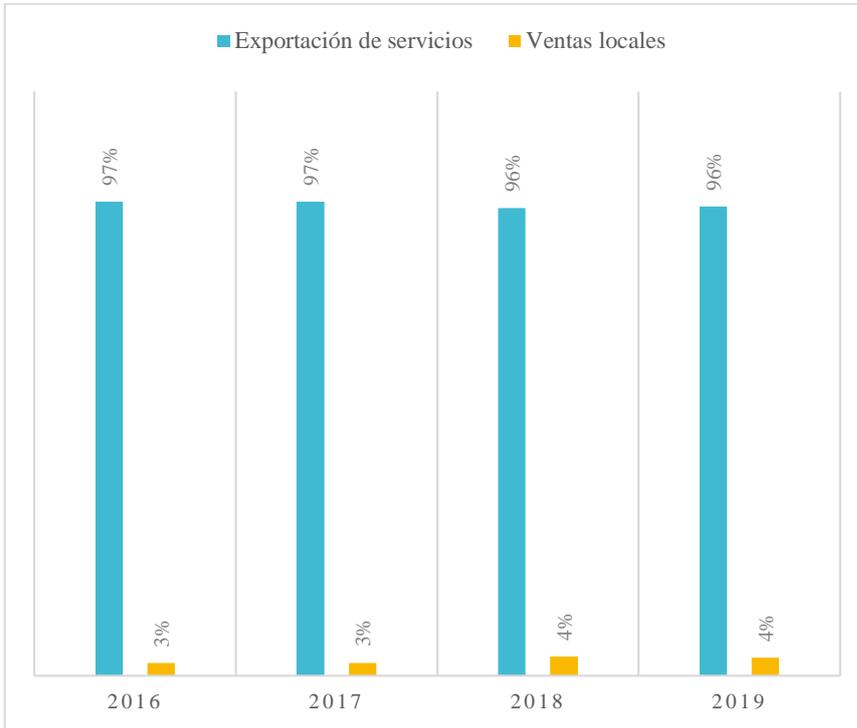
4.2.5. Clientes y competencia

4.2.5.1 Clientes

Tour Operador C.L. tiene un contrato de venta de capacidad de la embarcación con su cliente principal Luxury Cruises que se encarga de comercializar los paquetes turísticos, esta facturación es considerada como exportación de servicios.

Las ventas locales son las adquisiciones a bordo por parte de los pasajeros del crucero de artículos de boutique, bar y otros servicios como SPA y lavandería. A continuación podemos observar la participación en ventas por tipo de cliente al 31 de diciembre de 2019:

Ilustración 7: Participación en ventas por tipo de cliente



Fuente: Elaboración propia en base a los estados financieros de Tour Operador C.L.

4.2.5.2 Competencia

La competencia de Tour Operador C.L. son las empresas que ofrecen el servicio de crucero de lujo y expedición en las Islas Galápagos con una capacidad entre 90 y 100 pasajeros, las cuales, se detallan en la tabla 2 a continuación:

Tabla 2 *Competencia*

Razón social	Embarcación	# de pasajeros
GALAPAGOS CORPORACIÓN		
TURISTICA GALATOURS SA	M/N GALAPAGOS LEGEND	100
ISLAS GALAPAGOS TURISMO Y		
VAPORES CA	M/N XPEDITION	100
NATIONAL GEOGRAPHIC		
METROHOTEL CIA. LTDA.	ENDEAVOUR II	96

Fuente: Elaboración propia con base en (DPNG, 2013).

4.2.6. Análisis FODA⁹

4.2.6.1. Fortalezas

- Cuenta con un selecto grupo de proveedores escogidos minuciosamente por la calidad y disponibilidad de sus productos y servicios, lo que permite que la cadena de suministros fluya sin retrasos.
- En el área de alimentos y bebidas ha establecido asociaciones estratégicas con los proveedores de vinos, quienes no solo se encargan de promover sus productos, sino también, de capacitar a los Maîtres y camareros permitiéndoles ofrecer a los huéspedes una agradable experiencia gastronómica en el grill y restaurante.
- Los empleados cuentan con un cronograma anual de capacitaciones, cuya finalidad es la de contar con una fuerza laboral motivada y calificada.
- Tiene el programa USPH, así como, políticas ambientales y de seguridad cuyo cumplimiento es monitoreado frecuentemente por los departamentos de operaciones técnicas, operaciones hoteleras y sistema de gestión y seguridad.
- Cuenta con un equipo guías turísticos certificados que hablan inglés fluido, quienes hacen posible que los pasajeros vivan una estancia inolvidable mediante la combinación del confort y la aventura.

4.2.6.2. Debilidades

- Compra de productos de alta calidad cuyos costos son más elevados en relación a los productos regulares lo que afecta a la rentabilidad.
- No cuenta con un sistema tecnológico que se acople a las necesidades actuales de la compañía, dando como resultado retrasos en los procesos y en la toma de decisiones por la falta de información oportuna.
- Elevada tasa de rotación de empleados originando un incremento en el gasto de capacitación.

⁹ <http://fernfortuniversity.com/term-papers/swot/1433/1409-royal-caribbean-cruises.php>

4.2.6.3. Oportunidades

- Beneficios tributarios para el sector turístico.
- Poca oferta de cruceros de lujo en las Islas Galápagos.
- Crecimiento de la preferencia por el turismo de expedición y aventura de los viajeros asiáticos y europeos.

4.2.6.4. Amenazas

- Constantes cambios en la normativa tributaria.
- En las Islas Galápagos hay pocos proveedores que ofrecen carnes de res, cerdo y pollo, así como de productos lácteos que cumplan con los estándares de higiene y calidad exigidos para el consumo a bordo.
- Poca oferta de mano de obra calificada y con conocimientos del idioma inglés en un nivel B1 mínimo requerido por el Ministerio de Turismo (MINTUR).
- Existe escasez de embarcaciones de carga y disponibilidad de vuelos, adicionalmente, el envío de suministros se encuentra regulado por cupos lo que incrementa el costo logístico.

4.2.7. Riesgos de la empresa

Hay varias maneras de identificar y clasificar los riesgos financieros. Según Lizarzaburu y Casares (2016) entre los principales tipos de riesgos se encuentran:

- Riesgo de mercado
- Riesgo de crédito
- Riesgo de liquidez
- Riesgo de tasa de interés
- Riesgo cambiario
- Riesgo operacional
- Riesgo reputacional

Al año 2019 se han identificado los siguientes riesgos¹⁰:

4.2.7.1 Riesgos de mercado

4.2.7.1.1. Riesgo de costo de los factores

Riesgo bajo: la probabilidad de que incrementen los precios de los componentes principales del costo de ventas como son sueldos, mantenimiento y combustible es mínima.

4.2.7.1.2. Riesgo de precios de servicios

Riesgo bajo: Tour Operador C.L. cuenta con una política de precios independiente a la de sus competidores, quiere decir, que los cambios que ellos realicen no la afectarán.

4.2.7.2. Riesgo de crédito

Riesgo nulo: la compañía recibe de manera anticipada los pagos por la venta de paquetes turísticos de su cliente Luxury Cruises.

4.2.7.3. Riesgo de liquidez

Riesgo moderado: esto se debe a que su razón corriente (activos corrientes sobre pasivos corrientes) es de 0,33, quiere decir, que no cuenta con la capacidad necesaria para afrontar sus obligaciones de corto plazo. Este riesgo se mitiga debido a que la casa matriz hace aportes cuando es necesario cubrir pagos imprevistos.

El Covid-19 ha tenido un impacto importante en las reservas, operaciones, desempeño financiero y liquidez. Debido a la incertidumbre de esta situación, no se puede determinar el impacto total que tendrán los resultados financieros al final del ejercicio fiscal 2020.

¹⁰ Informe integral de precios de transferencia, ejercicio fiscal 2019

4.2.7.4. Riesgo de tasa de interés

Riesgo nulo: la compañía no tiene créditos vigentes con instituciones financieras.

4.2.7.5. Riesgo cambiario

Riesgo bajo: la compañía realiza compras en euros y libras esterlinas, por este motivo, la volatilidad del tipo de cambio es un factor de riesgo.

4.2.7.6. Riesgo operacional

Riesgo moderado: al ser el activo principal la embarcación, la operatividad se encuentra propensa a posibles siniestros.

La actual reducción en la demanda de cruceros por el Covid-19 ha dado como resultado un bajo nivel sin precedentes de reservas anticipadas y cancelaciones significativas a partir de la segunda quincena de marzo, mientras que otros clientes han reservado para cruceros a partir de 2021.

4.2.7.7. Riesgo reputacional

Riesgo bajo: las ventas de los paquetes turísticos están concentradas en su cliente Luxury Cruises que está posicionado positivamente en el sector de cruceros pequeños de ultra lujo.

4.2.8. Evolución de cifras financieras

Ingresos

Al 31 de diciembre de 2019, los ingresos relacionados con su actividad económica fueron por US\$18,324,011 representando una subida del 6.80% respecto a los US\$17,157,382 que se obtuvieron en el 2018. Tour Operador C.L. tuvo un crecimiento promedio de sus ingresos durante los dos últimos años de 6.86% anual como resultado de un

incremento en la facturación de paquetes turísticos a la casa matriz, lo cual, fue originado a su vez por el aumento en la demanda del turismo de cruceros principalmente en los mercados estadounidense y canadiense.

Tomando el año base 2016, para el 2019 los ingresos subieron en un 12% (2018: 5%).

Ilustración 8: Evolución de ingresos

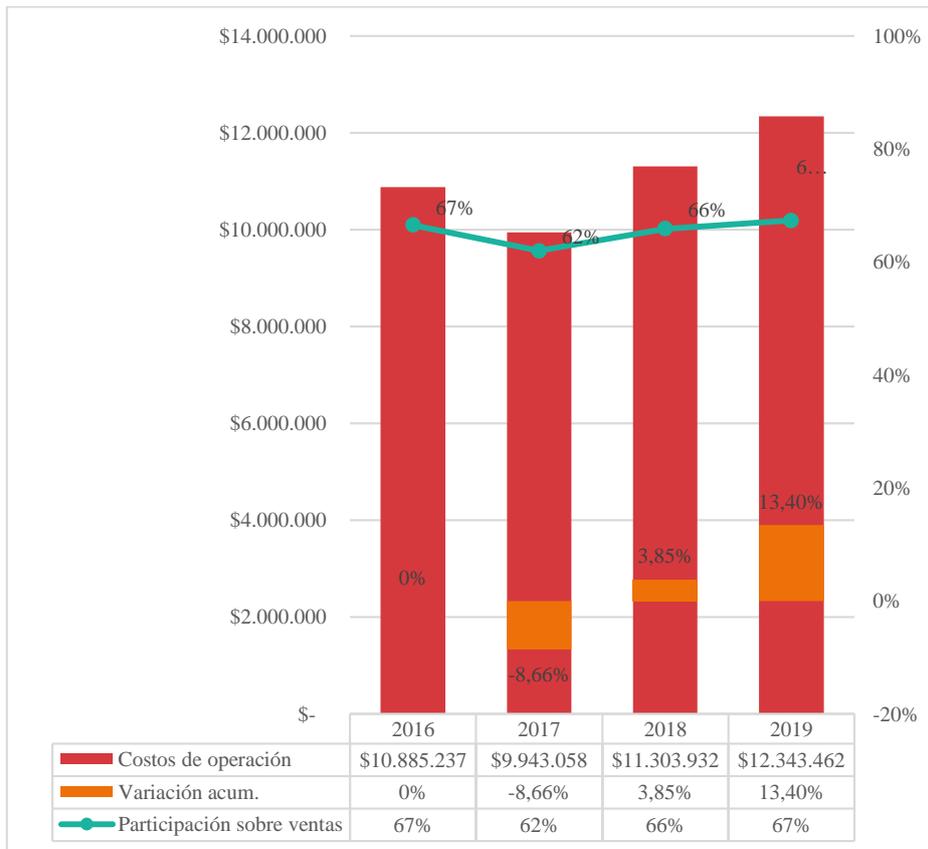


Fuente: Elaboración propia en base a los estados financieros de Tour Operador C.L.

Costos de operación

Los costos de operación al 31 de diciembre de 2019, fueron US\$12,343,462 incrementándose en un 9.20% en comparación al ejercicio anterior (2018: US\$ 11,303,932) con una participación sobre las ventas del 67% (2018: 66%). Los rubros que aumentaron principalmente fueron sueldos de los tripulantes y mantenimiento de la embarcación. Considerando como año base al 2016, en el 2019 se presentó un crecimiento del 13.40% (2018: 3.85%) en este rubro.

Ilustración 9: Evolución de costos de operación

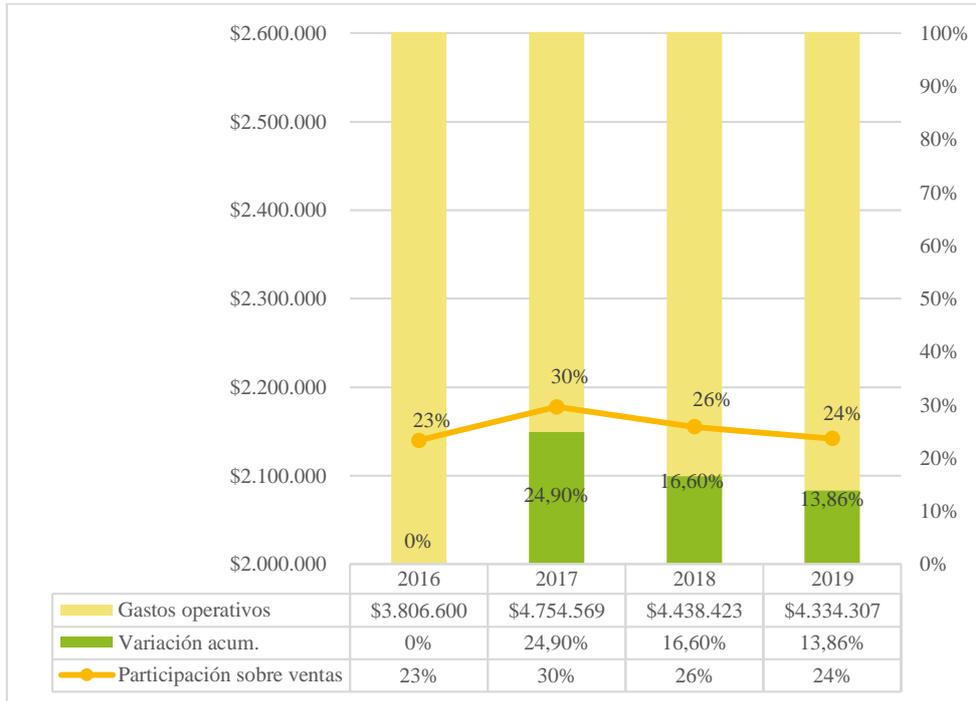


Fuente: Elaboración propia en base a los estados financieros de Tour Operador C.L.

Gastos operativos

Los gastos operativos por US\$4,334,307 (2018: US\$4,438,423) están conformados por gastos administrativos, otros ingresos- gastos y depreciación.

Ilustración 10: Evolución de gastos operativos



Fuente: Elaboración propia en base a los estados financieros de Tour Operador C.L.

Los gastos administrativos por US\$2,678,430 (2018: US\$1,990,236) se incrementaron en un 34.58% respecto al año anterior por el pago de un bono de cumplimiento a los Directores. Tienen una participación sobre las ventas del 15% (2018: 12%).

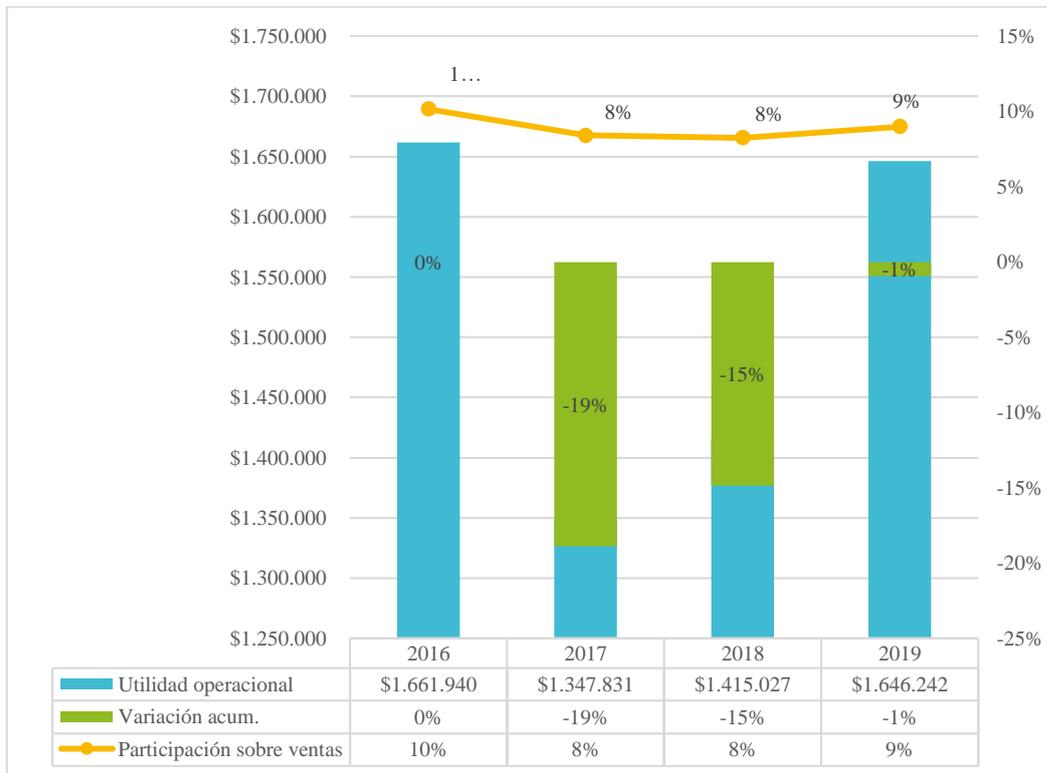
Para el 2019 los otros ingresos-gastos registraron un saldo acreedor por (US\$407,977) (2018: US\$269,333) resultado de la reversión de la provisión de vacaciones de los tripulantes, ver explicación en estructura de pasivos sección beneficios sociales. Sobre las ventas representó el -2% (2018: 2%).

La depreciación por US\$2,063,854 (2018: US\$2,178,854) corresponde principalmente a la depreciación de la embarcación.

Utilidad operacional

El ejercicio fiscal 2019 tuvo una utilidad operacional de US\$1,646,242 lo que representa un 16% más que el año pasado (2018: US\$1,415,027), sin embargo, en contraste con el año base 2016 existe un decrecimiento del -1% (2018: -15%). En el 2019 tuvo una representación sobre las ventas del 9% (2018: 8%).

Ilustración 11: Evolución de la utilidad operacional

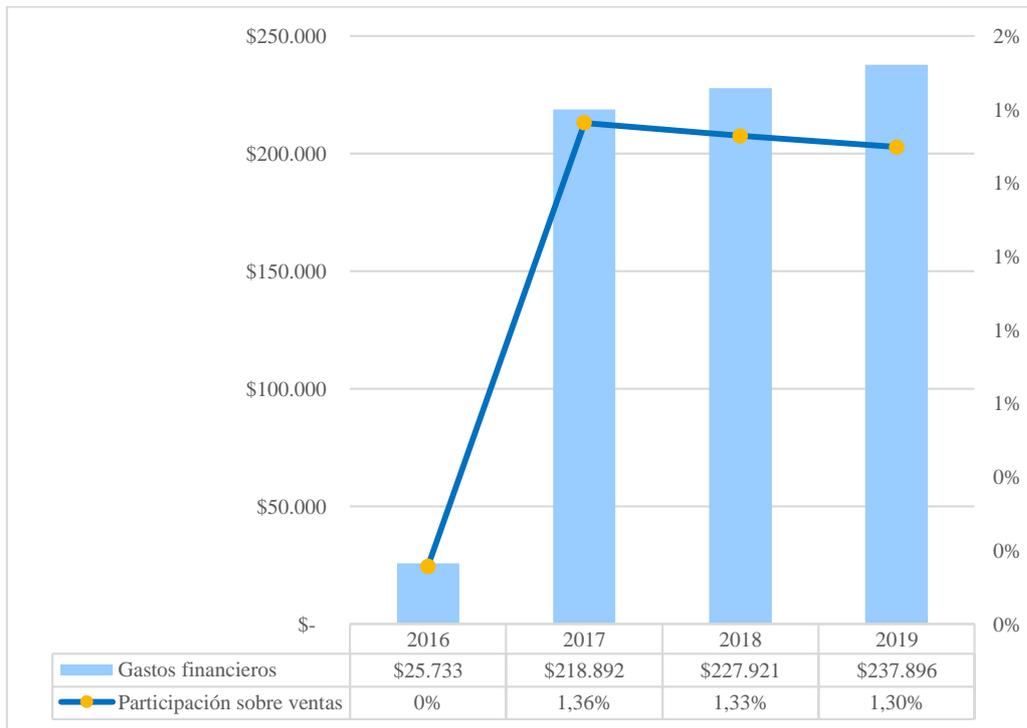


Fuente: Elaboración propia en base a los estados financieros de Tour Operador C.L.

Gastos financieros

Este rubro está compuesto principalmente por un préstamo recibido a finales del 2016 por US\$4,790,387 por parte de una compañía relacionada del exterior, no tiene plazo de vencimiento y genera un interés a una tasa del 4% anual, sin embargo, no fue registrado oportunamente en el Banco Central del Ecuador, por tal motivo, los intereses calculados a partir del 2017 son considerados como gastos no deducibles. Los intereses fueron por US\$ 207,251 (2018: US\$199,280) y los gastos bancarios fueron por US\$30,645 (2018: US\$28,641). Los gastos financieros representan el 1.30% (2018: 1.33%) sobre las ventas.

Ilustración 12: Evolución de gastos financieros

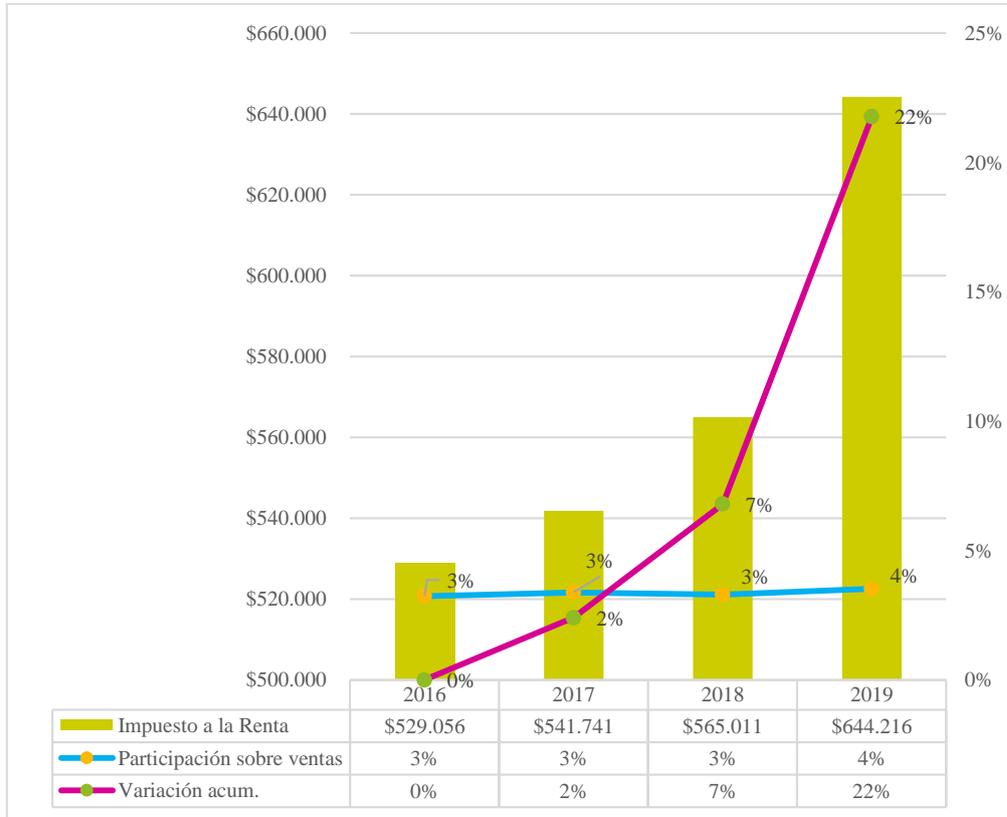


Fuente: Elaboración propia en base a los estados financieros de Tour Operador C.L.

Impuesto a la Renta

Al 31 de diciembre de 2019, se reconoció un gasto de impuesto a la renta por US\$644,216 (2018: US\$565,011), su participación sobre las ventas fue del 4% (2018: 3%) y respecto al año base 2016 tuvo un incremento del 22% (2018: 7%).

Ilustración 13: Evolución de impuesto a la renta

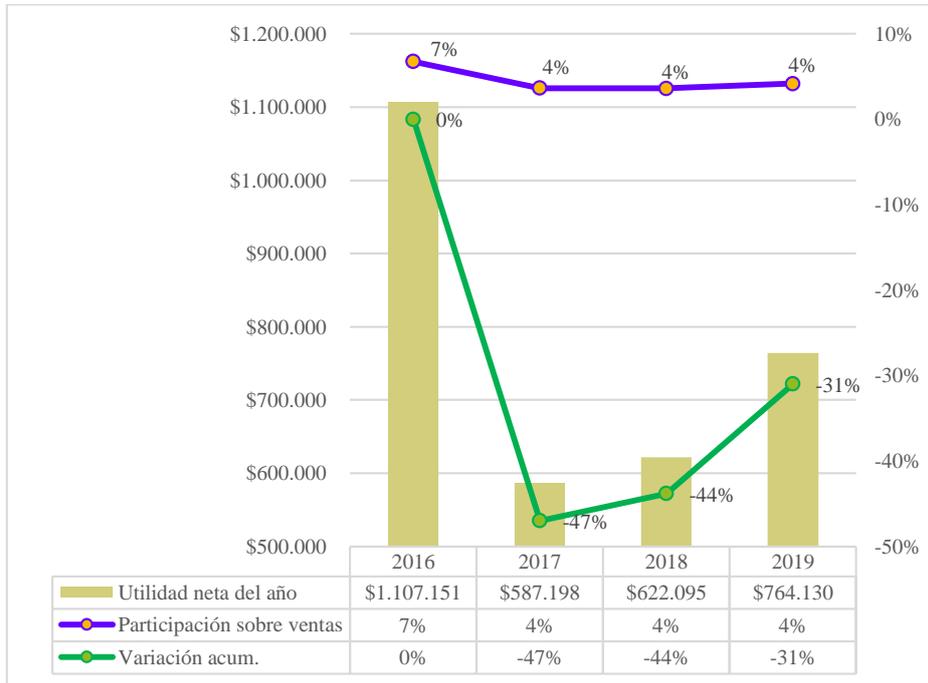


Fuente: Elaboración propia en base a los estados financieros de Tour Operador C.L.

Utilidad neta del año

La utilidad neta del año registrada al 31 de diciembre de 2019 fue por US\$764,130 presentándose un crecimiento del 22.83% respecto al año anterior (2018: US\$622,095), esto originado principalmente al incremento de los ingresos de cruceros y al incentivo de las ventas a bordo en artículos de boutique y joyas. Adicionalmente, este rubro representa el 4% (2018: 4%) sobre las ventas, pero si lo comparamos con el año base 2016, hubo un decrecimiento del -31% (2018: -44%). Debemos considerar que a finales del 2016 se adquirió un préstamo a una compañía relacionada del exterior cuyos intereses fueron reconocidos en los años posteriores, así mismo, en el 2019 hubo un incremento de los costos de operación originado por un aumento de los sueldos de los tripulantes y del mantenimiento de la motonave, por otro lado, los gastos administrativos crecieron por pago del bono pagado a los Directores.

Ilustración 14: Evolución de la utilidad neta del año



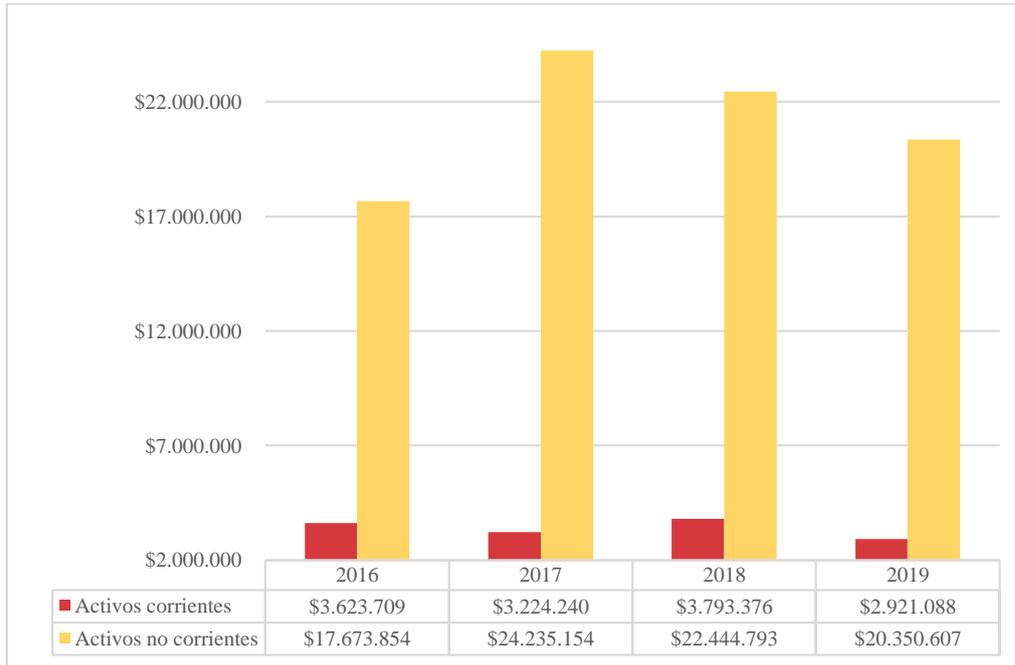
Fuente: Elaboración propia en base a los estados financieros de Tour Operador C.L.

Estructura de activos

El total de activos por US\$23,271,695 (2018: US\$26,238,169) está compuesto por un 13% de activos corrientes y 87% de activos no corrientes.

Los activos corrientes por US\$2,921,088 (2018: US\$3,793,376) están conformados fundamentalmente por cuentas por cobrar en un 5%, inventarios en un 5% e impuestos por recuperar en un 3%.

Ilustración 15: Evolución de activos



Fuente: Elaboración propia en base a los estados financieros de la compañía Tour Operador C.L.

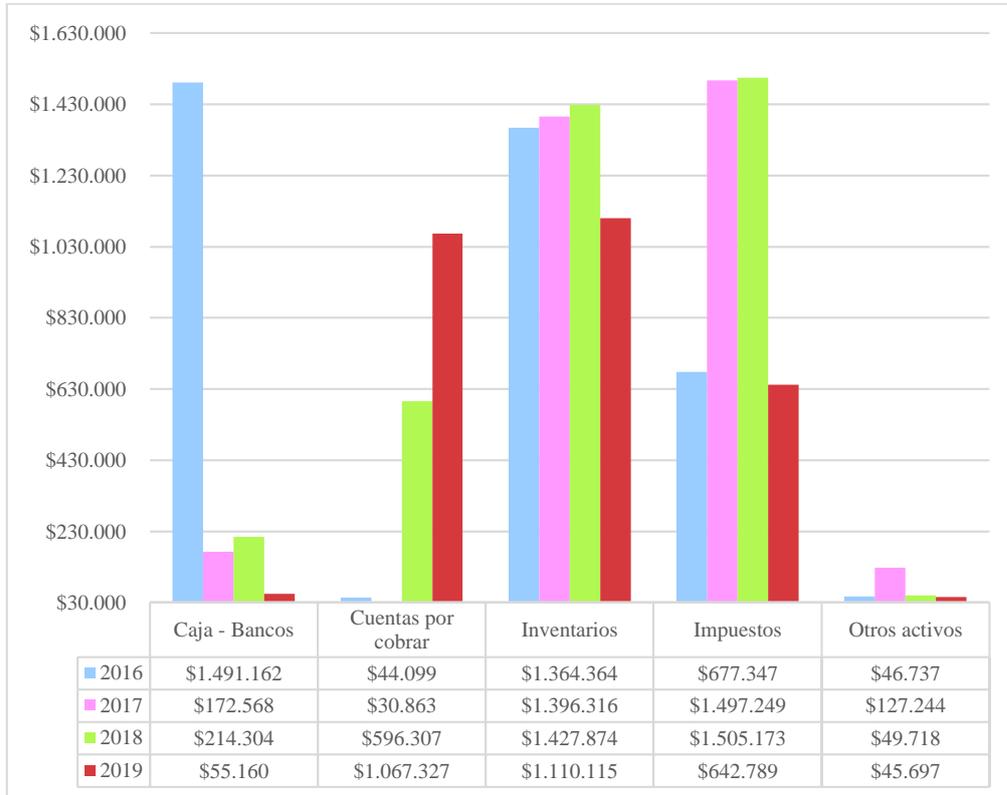
A continuación se describen las cuentas con mayor representación sobre los activos:

En el 2019 las cuentas por cobrar por US\$1,067,327 incrementaron en un 79% en relación al año pasado (2018: US\$596,307), principalmente por el valor por cobrar a la compañía aseguradora debido a un daño ocurrido a la máquina principal de babor de la motonave.

Por otra parte, los inventarios por US\$1,110,115 disminuyeron en un -22.25% comparado al saldo del 2018 por US\$1,427,874 provocando que en promedio hayan rotado 13 veces (2018: 9 veces) en el año.

Los impuestos por cobrar por US\$642,789 disminuyeron en un 57% (2018: US\$1,505,173) esto se debió a la recuperación y cobro en notas de crédito desmaterializadas del crédito tributario del Impuesto al Valor Agregado (IVA) correspondiente principalmente a las compras efectuadas en el 2017 por el dique seco realizado a la motonave en Panamá y fueron empleados para el pago de impuestos corrientes permitiéndole a la Administración de la Compañía contar con flujo de efectivo y cumplir con sus obligaciones a proveedores en el corto plazo.

Ilustración 16: Evolución de activos corrientes



Fuente: Elaboración propia en base a los estados financieros de la compañía Tour Operador C.L.

Los activos no corrientes por US\$20,350,607 (2018: US\$22,444,793) están conformados por los rubros embarcación y equipos en un 86% y activos por derecho de uso en un 1%.

En 2017 la compañía paró sus operaciones por un mes para realizar a la MN Galápagos mantenimiento de las máquinas principales y remodelar las áreas de hotelería. Este trabajo se hizo en el dique seco del astillero de Balboa, Panamá. La inversión aproximada fue de US\$6,500,000 y tuvo como finalidad para los años posteriores paralizar las operaciones por solo una semana y sin salir de Galápagos realizar reparaciones menores cuyos valores empleados se reconocerían como gastos de mantenimiento. Cada tres años se realizará una parada de dos semanas con una inversión aproximada de un valor entre un millón a dos millones de dólares los que serán capitalizados.

Para el 2019 las partidas de embarcación y equipos por US\$20,086,494 presentaron una disminución del -10.41% (2018: US\$22,420,603) ocasionado por el reconocimiento de la depreciación anual. En el cálculo de la rotación de activos fijos, las ventas representan 0.91 veces (2018: 0.77 veces) lo invertido en este rubro.

Ilustración 17: Evolución de embarcación y equipos



Fuente: Elaboración propia en base a los estados financieros de Tour Operador C.L.

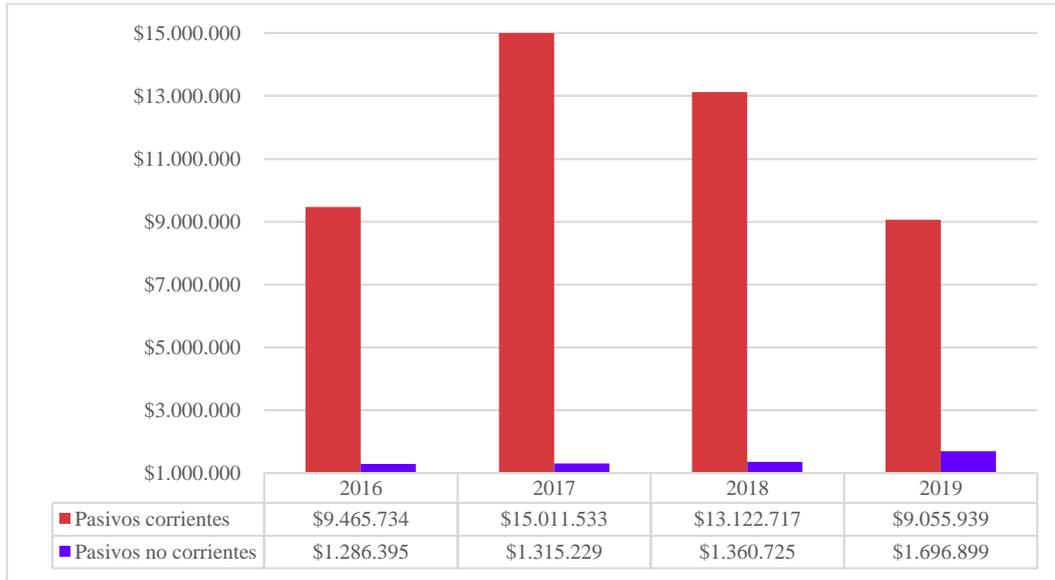
El 1 de enero de 2019 entró en vigencia la Norma Internacional de Información Financiera (NIIF) 16 de Arrendamientos, por lo tanto, la Administración de Tour Operador C.L. reconoció los activos por derecho de uso y su correspondiente pasivo de arrendamientos. Los activos por derechos de uso están conformados por arrendamientos de oficinas en Guayaquil y de una bodega en Galápagos por US\$237,447.

Estructura de pasivos

El total de pasivos por US\$10,752,838 (2018: US\$14,483,442) está conformado por un 84% de pasivos corrientes y 16% de pasivos no corrientes.

Los pasivos corrientes por US\$9,055,939 (2018: US\$13,122,717) están constituidos principalmente por un préstamo a una compañía relacionada del exterior en un 23%, cuentas por pagar a corto plazo en un 4%, anticipos de cliente en un 7%, beneficios sociales en un 2% e impuestos por pagar en un 3%.

Ilustración 18: Evolución de pasivos



Fuente: Elaboración propia en base a los estados financieros de Tour Operador C.L.

A continuación se describen las cuentas con mayor representación sobre los pasivos:

El préstamo a la compañía relacionada se recibió a finales del 2016 por US\$4,790,387 para cubrir el dique seco de la embarcación realizado a inicios del 2017 en Panamá, no tiene plazo de vencimiento y genera un interés a una tasa del 4% anual. Al 31 de diciembre de 2019, se han reconocido intereses por pagar por US\$598,146 (2018: US\$390,895).

Las cuentas por pagar a corto plazo por US\$952,178 (2018: US\$1,881,277) por compra de bienes y servicios han disminuido en un -49.39% respecto al año anterior por motivo de pago de facturas a proveedores del exterior.

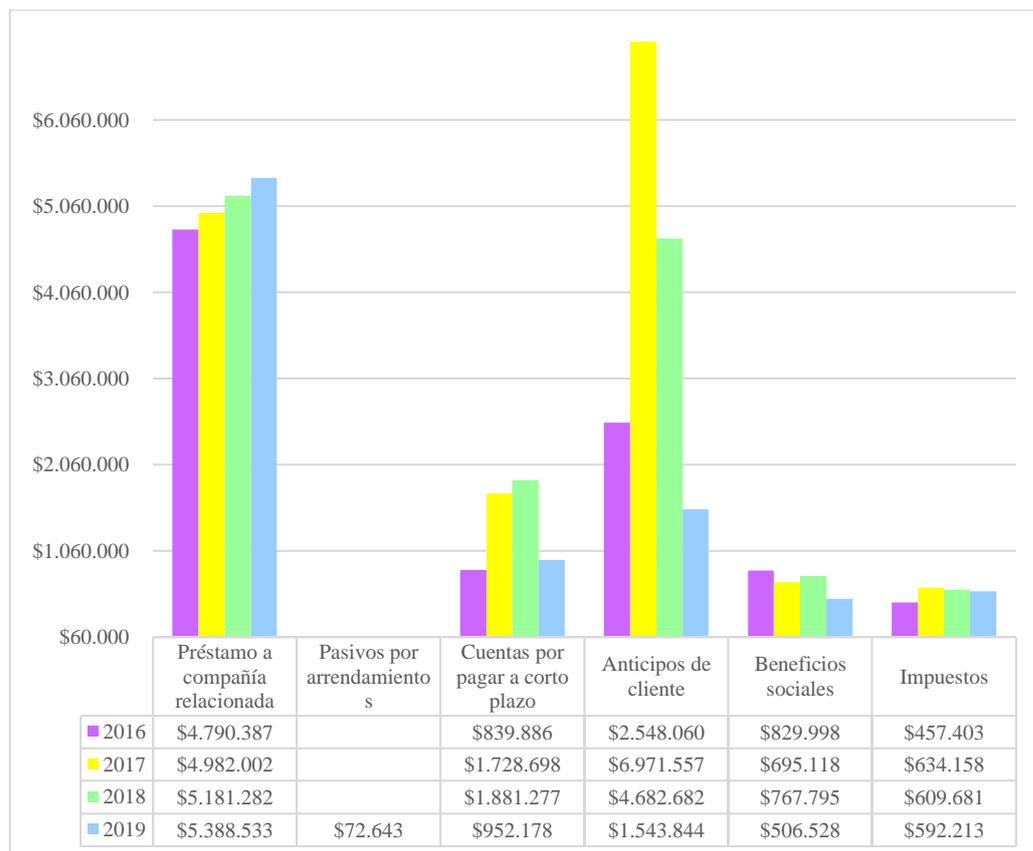
Los anticipos de clientes por US\$1,543,844 (2018: US\$4,682,682) presentaron una reducción del -67.03% en comparación al año pasado. Este saldo corresponde a anticipos de efectivo recibidos de su cliente para reservas de cruceros a realizarse en enero de 2020.

Los beneficios sociales por US\$506,528 (2018: US\$767,795) se redujeron en -34.03% fundamentalmente porque se realizó la reversión de la provisión de vacaciones de los tripulantes, así como el pago para los casos que aplicaron, esto en base al artículo 3 del acuerdo MDT-2018-082 emitido por el Ministerio de Trabajo el 26 de abril de 2018, que

regula las condiciones laborales de los trabajadores que prestan servicios en cruceros navegables en la provincia de Galápagos.

Para el caso de los impuestos por pagar US\$592,213 (2018: US\$609,681) se registró una reducción en un -2.87%.

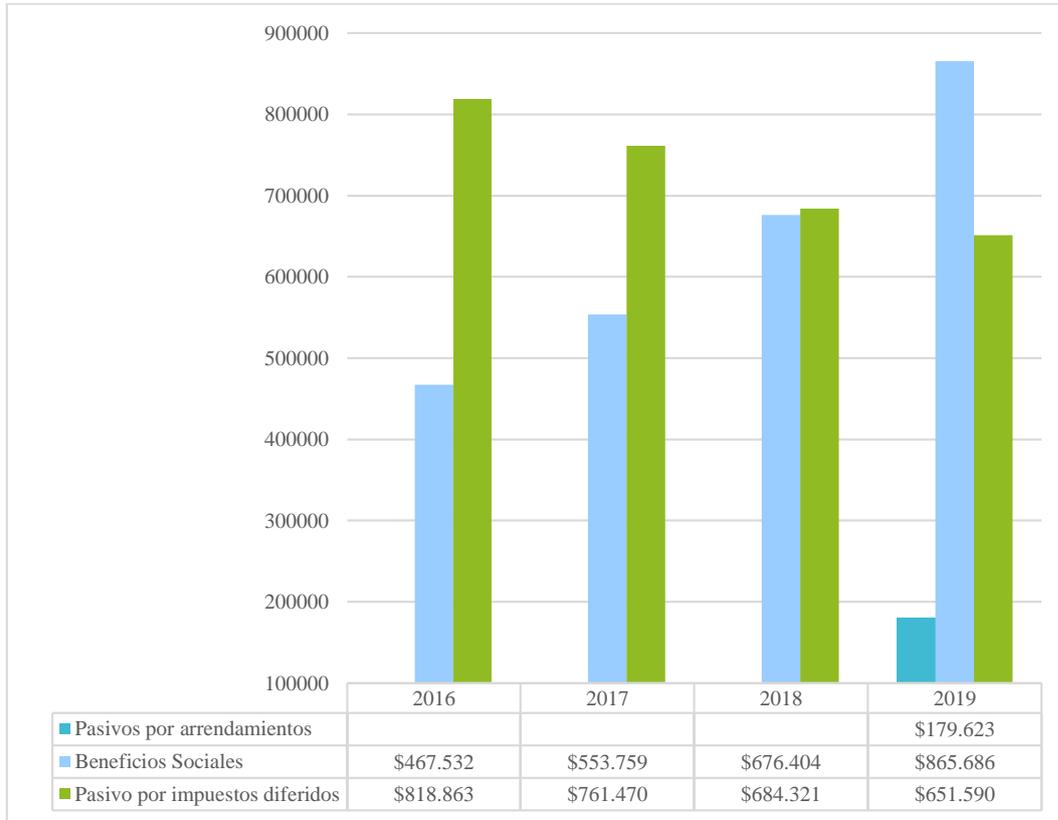
Ilustración 19: Evolución de pasivos corrientes



Fuente: Elaboración propia en base a los estados financieros de Tour Operador C.L.

Los pasivos no corrientes por US\$1,696,899 (2018: US\$1,360,725) están conformados por los pasivos por arrendamientos en un 11%, beneficios sociales (jubilación patronal y bonificación por desahucio) en un 51% y pasivo por impuestos diferidos en un 38%.

Ilustración 20: Evolución de pasivos no corrientes



Fuente: Elaboración propia en base a los estados financieros de Tour Operador C.L.

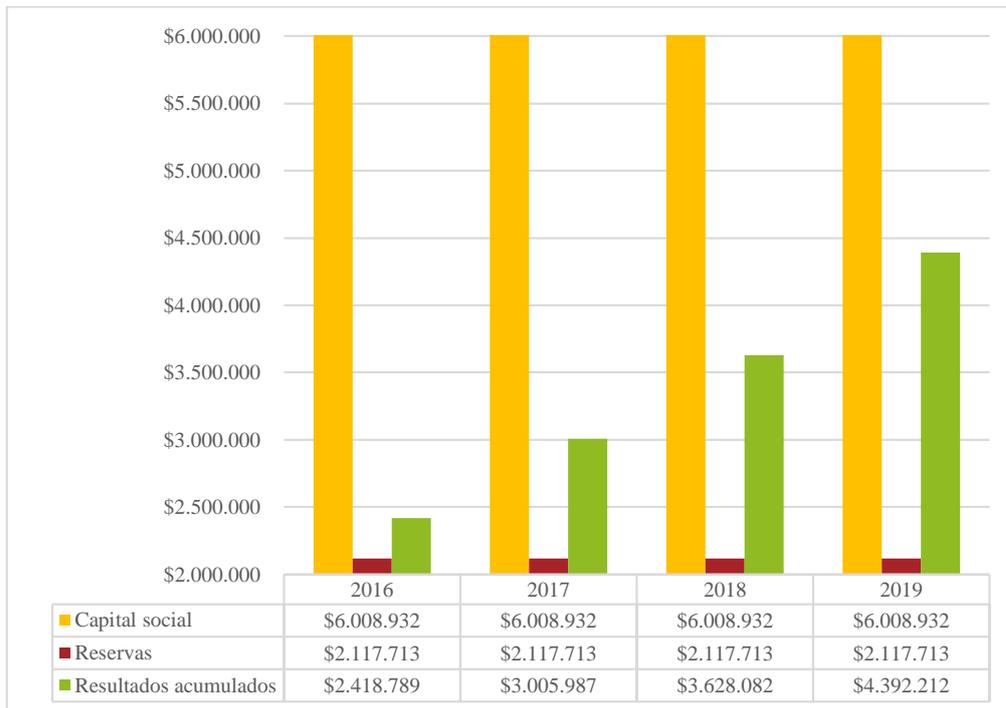
Estructura del patrimonio

El patrimonio de Tour Operador C.L. por US\$12,518,857 (2018: US\$11,754,727) creció en un 6.50% por el aumento de la utilidad neta del ejercicio por US\$764,130 (2018: US\$622,095).

El capital suscrito y pagado está conformado por 6,008,932 con participaciones de US\$1 cada una y representa el 48% del patrimonio.

Las reservas por US\$2,117,713 y los resultados acumulados por US\$4,392,212 (2018: US\$3,628,082) conforman un 17% y 35% respectivamente del patrimonio.

Ilustración 21: Evolución del patrimonio

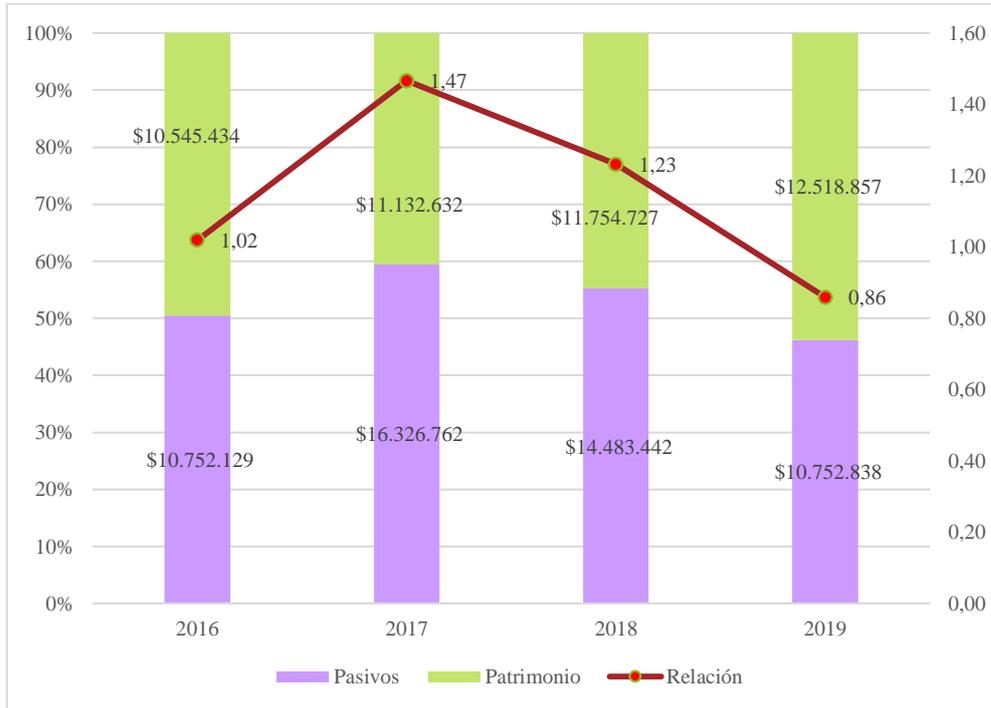


Fuente: Elaboración propia en base a los estados financieros de Tour Operador C.L.

Estructura de capital

La estructura de capital de Tour Operador C.L. está conformada por US\$10,752,838 (2018: US\$14,483,442) de pasivos y US\$12,518,857 (2018: US\$11,754,727) de patrimonio, existiendo una relación de 0.86 (2018: 1.23) entre éstas fuentes de fondos al 31 de diciembre de 2019.

Ilustración 22: Evolución de la estructura de capital

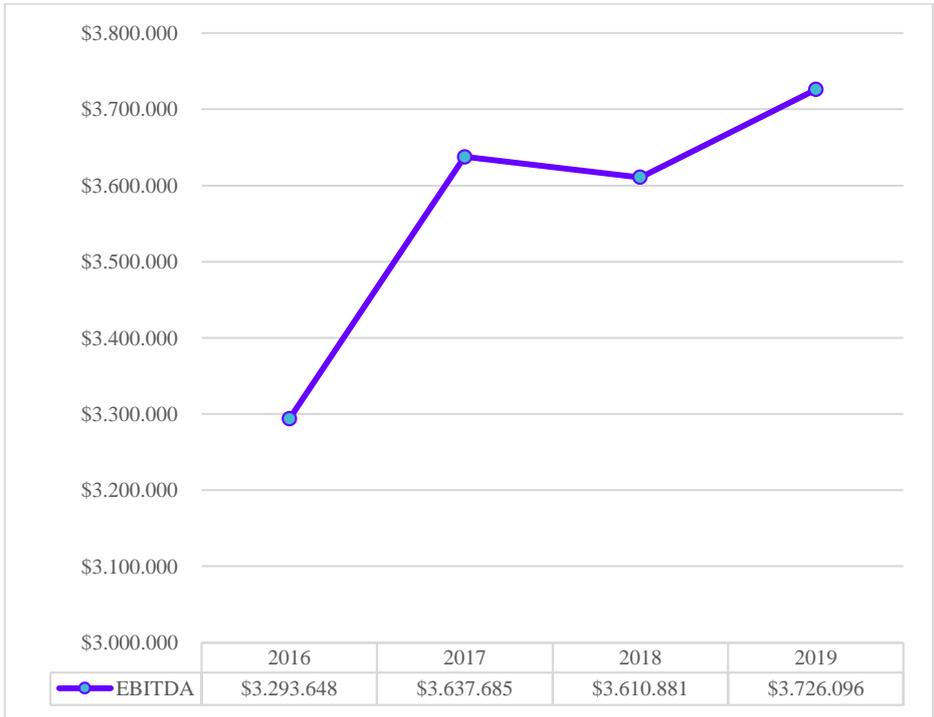


Fuente: Elaboración propia en base a los estados financieros de Tour Operador C.L.

Análisis de indicadores

En el 2017 el EBITDA fue US\$3,637,685, es decir, un 10% más en relación al 2016 por US\$3,293,648. En el 2018 hubo un decrecimiento de un -1% por US\$3,610,881 y en el 2019 el crecimiento fue de un 3% por US\$3,726,096, esto como resultado de un incremento de los ingresos producto de un aumento en la demanda del turismo de cruceros y una mejora en la gestión de los costos y gastos operativos.

Ilustración 23: EBITDA



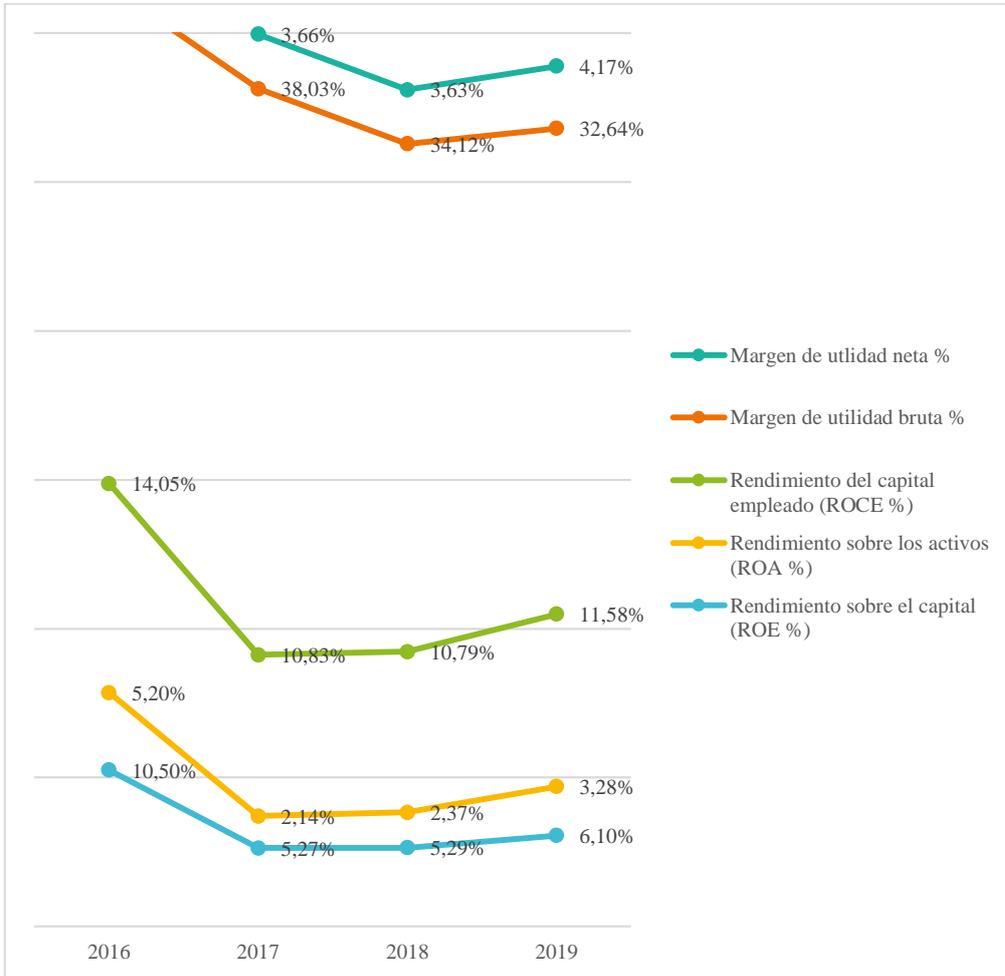
Fuente: Elaboración propia en base a los estados financieros de Tour Operador C.L.

En el 2016 la utilidad neta representó el 10.50% de lo invertido en el patrimonio, ya para los años 2017 y 2018 el rendimiento sobre el capital (ROE) decreció a un 5.27% y 5.29% respectivamente. Para el 2019 aumentó en un 6.10%. Por otro lado, el rendimiento sobre los activos (ROA) en el 2016 fue de 5.20%. En el 2017 y 2018 de lo invertido en el activo la utilidad neta representó el 2.14% y 2.37% respectivamente y creció en un 3.28% para el año 2019.

El rendimiento del capital empleado ROCE para el 2016 fue de un 14.05%. En los años 2017 y 2018 disminuyó a un 10.83% y 10.79% en cada año. En el 2019 aumentó a un 11.58% resultado de un uso más eficiente del capital en ese año.

Para el 2019 por cada dólar vendido la utilidad bruta fue el 32.64% de lo vendido, por otra parte, la utilidad neta fue el 4.17% de lo vendido.

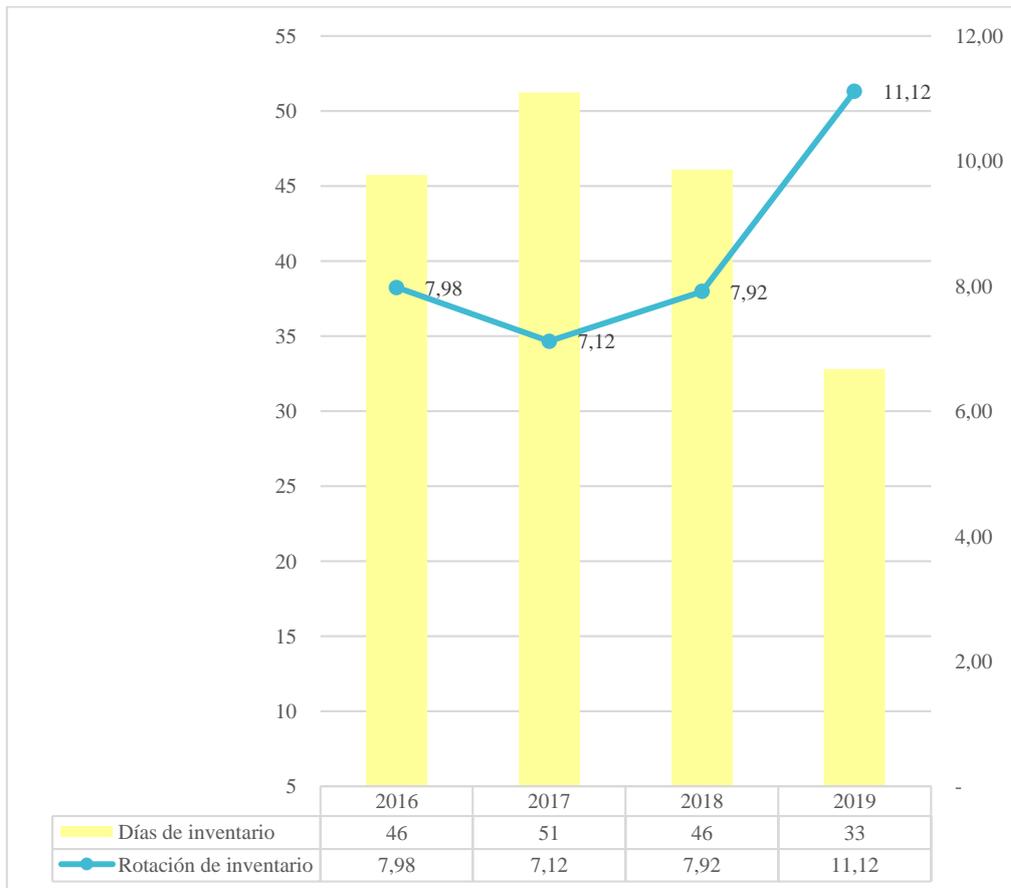
Ilustración 24: Indicadores de rentabilidad



Fuente: Elaboración propia en base a los estados financieros de Tour Operador C.L.

En el 2016 el inventario rotó 7.98 veces en el año, en el 2017 disminuyó a 7.12 veces en el año. En el 2018 subió a 7.92 veces pero en el 2019 llegó a 11.12 veces en el año. Así mismo, los días de inventarios en el 2016 en promedio ha rotado 46 días, en el 2017 aumentó a 51 días, en el 2018 decreció a 46 días y en el 2019 fueron 33 días. Esto como resultado de una mejor gestión en las compras de inventarios y al incentivo de las ventas a bordo.

Ilustración 25: Indicador de gestión



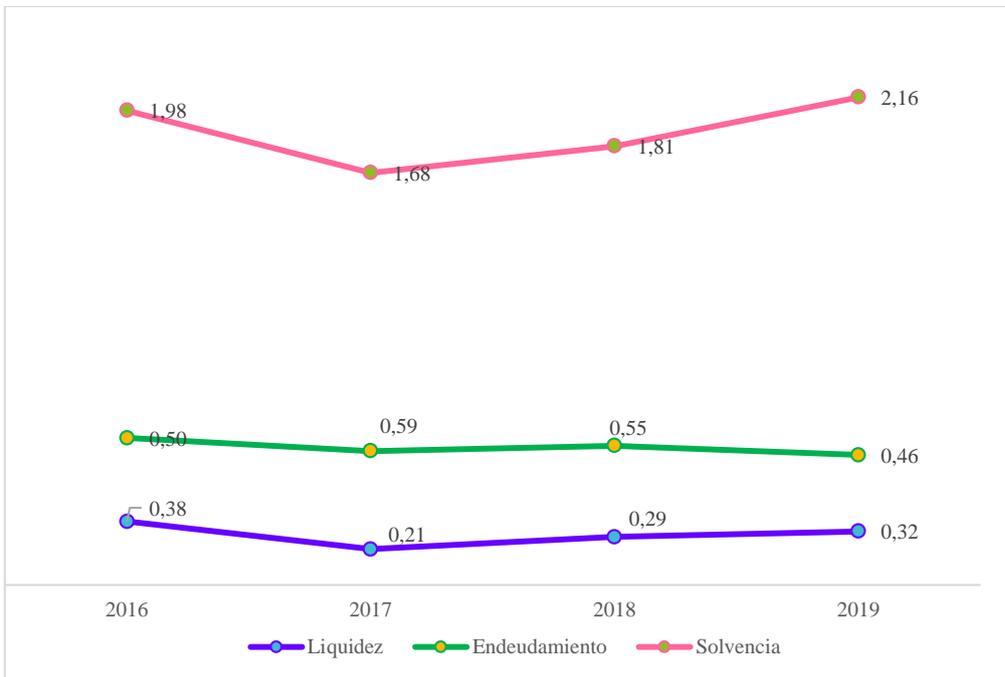
Fuente: Elaboración propia en base a los estados financieros de Tour Operador C.L.

El indicador de liquidez en el 2019 nos indica que por cada dólar que Tour Operador C.L. debía en el corto plazo, contó con \$0.32 (2018: \$0.29) dólares para respaldar esa obligación, esto por un incremento en la cuenta por cobrar a la aseguradora producto del daño en la máquina principal de babor de la embarcación.

El indicador de solvencia quiere decir que si consideramos todos los recursos y obligaciones a pagar en el corto y largo plazo, en el 2019 la compañía tuvo \$2.16 (2018: \$1.81) dólares por cada dólar representativo de su deuda.

En el 2019 de todo lo invertido en Tour Operador C.L. fue financiado vía deuda el 46.21% (2018: 55.20%).

Ilustración 26: Indicadores de liquidez, solvencia y endeudamiento



Fuente: Elaboración propia en base a los estados financieros de Tour Operador C.L.

Con la finalidad de realizar una valoración razonable de Tour Operador C.L. y poder estimar los resultados futuros después de Covid-19 sobre sus operaciones y situación financiera se ha incluido en este proyecto los saldos registrados de lo que va de 2020, es por esto que se solicitó a la Administración de la compañía los últimos estados financieros emitidos a la fecha de elaboración de este proyecto, los cuales, son del 31 de julio y para los meses posteriores hasta diciembre se realizó una proyección de los costos y gastos en base a las decisiones que ha tomado la Gerencia por el momento.

Tabla 3: *Estado de resultado real + proyectado al 31 de diciembre de 2020*

	Real de enero a julio de 2020	Proyección de agosto a diciembre de 2020	Total al 31 de diciembre de 2020
Ingresos	\$3,498,502		\$3,498,502
Costos de operación	(\$3,389,739)	(\$1,325,500)	(\$4,715,239)
(Pérdida) utilidad bruta	\$108,763	(\$1,325,500)	(\$1,216,737)
Gastos administrativos	(\$847,930)	(\$549,777)	(\$1,397,707)
Otros egresos	(\$8,501)		(\$8,501)
Depreciación	(\$1,145,101)	(\$817,883)	(\$1,962,984)
(Pérdida) utilidad operacional	(\$1,892,769)	(\$2,693,160)	(\$4,585,929)

Fuente: Elaboración propia en base a los estados financieros al 31 de julio de 2020.

En el ejercicio económico 2020 los ingresos cerrarán en US\$3,498,502 resultado de las operaciones hasta el 15 de marzo de este año y el cierre de actividades hasta diciembre, si lo comparamos con los ingresos obtenidos en el 2019 por US\$18,324,011 podemos notar una reducción aproximada del 81%.

Los costos de operación se dividen en costos variables y fijos. Los costos variables se registraron hasta marzo por el cierre de operaciones siendo el valor total US\$601,519 (2019: US\$2,937,056) como están relacionados directamente con la ocupación de pasajeros también se redujeron en un 80% en comparación al 2019, lo conforman principalmente: alimentos y bebidas por US\$306,743 (2019: US\$1,557,015) y costos de expediciones por US\$171,457 (2019: US\$845,819). Los costos fijos reales al 31 de julio de 2020 por US\$2,788,220 (2019-07: US\$4,624,349) están compuestos por sueldos de la tripulación US\$1,723,040 (2019-07: US\$2,068,818), combustibles y lubricantes por US\$564,062 (2019-07: US\$916,289), mantenimiento por US\$188,549 (2019-07: US\$959,996) y costos logísticos US\$171,046 (2019-07: US\$384,755).

Los gastos de administración reales al 31 de julio de 2020 por US\$847,929 (2019-07: US\$1,364,429) incluyen sueldos de personal de oficina por US\$655,001 (2019-07: US\$884,008) y servicios básicos e impuestos por US\$139,495 (2019-07: US\$458,381).

Tabla 4: *Estado de situación financiera al 31 de julio de 2020*

	07.31.2020
Activo corriente	\$1,973,980
Activo no corriente	\$19,162,997
Total activo	\$21,136,977
Pasivo corriente	\$8,540,282
Pasivo no corriente	\$1,579,735
Total Pasivo	\$10,120,017
Patrimonio	\$11,016,960
Total pasivo y patrimonio	\$21,136,977

Fuente: Elaboración propia en base a los estados financieros al 31 de julio de 2020.

Al 31 de julio de 2020 el activo corriente está conformado principalmente por inventarios por US\$851,662 y gastos anticipados e impuestos por US\$712,470 que incluye crédito tributario de IVA por US\$510,000 a recuperarse en el transcurso de los próximos meses mediante trámite de devolución en el SRI. El activo no corriente por US\$19,162,997 está compuesto por la embarcación y equipos por US\$18,941,393, activos por derecho de uso por US\$194,737 y otros por US\$26,866.

El pasivo corriente por US\$8,540,282 comprende entre otros rubros el préstamo a compañía relacionada por US\$5,462,090, cuentas por pagar a proveedores por US\$741,605 y anticipo de cliente por US\$1,699,282. El pasivo no corriente por US\$1,579,735 contiene los beneficios sociales por US\$748,522.

Debido a la incertidumbre que genera la pandemia de Covid-19, no se puede medir con confiabilidad el impacto financiero y sobre las operaciones que tendrá Tour Operador C.L. al 31 de diciembre de 2020.

CAPÍTULO V

5. VALORACIÓN FINANCIERA DE TOUR OPERADOR C.L.

5.1. Estimación de flujos de caja proyectados

La pandemia de Covid-19 ha afectado a la industria turística mundial, esto incluye a los operadores de cruceros que han dejado de operar debido a que el Centers for Disease Control and Prevention (CDC, por sus siglas en inglés) ordenó no navegar.

Como resultado de las condiciones económicas actuales, para realizar la proyección de los flujos de caja se ha considerado el ejercicio económico 2020. A la fecha de elaboración del presente proyecto, la Administración de Tour Operador C.L. proporcionó los estados financieros a 31 de julio de 2020, por lo que, en base a los resultados obtenidos se realizó una proyección de agosto a diciembre de este año.

El siguiente cuadro de supuestos a 5 años a partir del 2021 hasta el 2025, se ha elaborado tomando como referencia los aspectos internos y externos que han afectado a la Compañía antes y después de Covid-19 e información extraída mediante entrevistas a funcionarios clave.

Tabla 5: *Supuestos para la proyección de flujos de caja*

Supuestos	2021	2022	2023	2024	2025
Ocupación	70%	87%	87%	87%	89%
ABDs	36,500	36,500	36,500	36,500	36,500
Crecimiento de ingresos (g)	0%	1%	1%	1%	1%

Costo de					
ventas/ventas	65%	65%	65%	65%	65%
Gastos	12%	12%	12%	12%	12%
corrientes/ventas					
Otros egresos/ventas	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
Capex (\$)	\$1,500,000				
Depreciación (\$)	\$1,962,983	\$1,962,983	\$2,080,483	\$2,080,483	\$2,080,483
Participación a	15%	15%	15%	15%	15%
trabajadores					
Tasa impositiva	25%	25%	25%	25%	25%

Fuente: Elaboración propia en base a los estados financieros, información histórica y entrevista a funcionarios clave de Tour Operador C.L.

La ocupación de pasajeros es un factor clave en la recuperación de la operación y niveles de ingreso, según lo indicado por el Vicepresidente de Planificación y Análisis de Ingresos, los porcentajes de ocupación estimados son razonables y en función de los eventos que han ocurrido históricamente, así como, el desempeño que se tuvo en enero hasta marzo antes de Covid-19.

Available Berth Days (ABDs, por sus siglas en inglés), es una medida estándar de capacidad de pasajeros en la industria de cruceros que asume que cada cabina tiene una ocupación doble aunque la embarcación Galápagos tiene una ocupación máxima de tres personas por cabina. Se calcula multiplicando la capacidad de pasajeros del crucero que en este caso es de 100 huéspedes por los días de operación del barco que generan ingresos en el período, se considera que a partir de 2021 se va a operar los 365 días del año con cruceros de 7 noches.

Se estima reanudar la operación en enero de 2021 con una ocupación de 70% durante ese año y es por este motivo que no se espera un crecimiento hasta el 2022 que sería del 1% anual hasta el 2025. Según lo indicado por el vicepresidente de Planificación y Análisis de Ingresos, los rendimientos volverían a los niveles de 2019 en 2022 con una ocupación del 87% anual hasta el 2025.

Para el costo de ventas y los gastos corrientes los porcentajes de participación sobre las ventas se tomaron del análisis vertical histórico.

La compañía tiene como política realizar cada tres años una parada de dos semanas con una inversión de un valor entre un millón a dos millones de dólares los que serán capitalizados, es decir, un promedio anual aproximado de US\$500,000. En 2023 se realizarán adecuaciones y mejoras a la motonave por US\$1,500,000 y desde ese año habría un incremento de US\$117,500 en la depreciación anual pasando de US\$1,962,983 a US\$2,080,483.

Se espera que haya utilidad a partir de 2021. En 2022 se considera que se va a alcanzar los niveles de ocupación e ingresos de 2019. Se va a emplear una tasa impositiva del 25% de Impuesto a la Renta a Sociedades y 15% de Participación a trabajadores.

Para la valoración de Tour Operador C.L. no se han considerado costos esperados de quiebra por lo siguiente: i) el crecimiento histórico de los dos últimos años ha sido del 6%; ii) cuenta con un activo valioso como es la embarcación; y, iii) la marca es reconocida a nivel mundial en el mercado de cruceros pequeños. Adicionalmente, a la fecha de emisión de este proyecto se están receptando positivamente reservas de cruceros para los años 2021 y 2022. Cuando los niveles de deuda son bajos, es justificable omitir estos costos (Damodaran, 2012f).

Según lo indicado por el Gerente Financiero – Administrativo el capital de trabajo necesario anualmente equivale al 20% de los costos y gastos desembolsables. Actualmente, este capital asciende a US\$ -1,104,212 y fue calculado de la siguiente manera:

Tabla 6: *Cálculo de capital de trabajo*

	07.31.2020
Activo corriente	\$1,973,980 (1)
<u>Conciliación de pasivo corriente</u>	
Pasivo corriente	\$8,540,282
(-) Préstamo a compañía relacionada	\$5,462,090 (a)

Pasivo corriente neto \$3,078,192 (2)

Capital de trabajo **(\$1,104,212) (3) = (1) – (2)**

Fuente: Elaboración propia en base a los estados financieros al 31 de julio de 2020.

(a) Se concilia el pasivo corriente restando el préstamo a compañía relacionada por US\$5,462,090 por ser de 2016, por lo tanto, no corresponde al periodo (Maquieira y Willatt, 2006).

Tour Operador C.L. no cuenta con una estimación de su costo de capital, en consecuencia, se debe determinar las tasas de descuento adecuadas.

A continuación se calculan los flujos de caja con fondos propios partiendo de la utilidad neta a la que se le suma la depreciación, se le resta la inversión por adquisición de propiedades y equipos y la variación del capital de trabajo.

Tabla 7: *Flujo de caja libre proyectado a 5 años*

	2021	2022	2023	2024	2025
Ingresos (b)	\$14,662,940	\$18,598,674	\$18,834,649	\$18,933,670	\$19,190,275
Costos de operación	(\$9,530,911)	(\$12,089,138)	(\$12,242,522)	(\$12,306,886)	(\$12,473,679)
Utilidad bruta	\$ 5,132,029	\$ 6,509,536	\$ 6,592,127	\$ 6,626,784	\$ 6,716,596
Gastos administrativos	(\$1,759,553)	(\$2,231,841)	(\$2,260,158)	(\$2,272,040)	(\$2,302,833)
Otros egresos	(\$73,315)	(\$92,993)	(\$94,173)	(\$94,668)	(\$95,951)
Depreciación	(\$1,962,983)	(\$1,962,983)	(\$2,080,483)	(\$2,080,483)	(\$2,080,483)
Utilidad operacional antes de IR y 15% part. A trabajadores	\$1,336,178	\$2,221,719	\$2,157,313	\$2,179,593	\$2,237,329
Participación a trabajadores	(\$200,427)	(\$333,258)	(\$323,597)	(\$326,939)	(\$335,599)
Utilidad del año antes de IR	\$1,135,751	\$1,888,461	\$1,833,716	\$1,852,654	\$1,901,730
Impuesto a la Renta	(\$283,938)	(\$472,115)	(\$458,429)	(\$463,163)	(\$475,432)
Utilidad neta del año	\$851,813	\$1,416,346	\$1,375,287	\$1,389,491	\$1,426,298
Capital de Trabajo	(\$610,039)	(\$36,576)	(\$15,348)	(\$39,774)	(\$181,557)
(+) Depreciación	\$1,962,983	\$1,962,983	\$2,080,483	\$2,080,483	\$2,080,483
(-) CAPEX			(\$1,500,000)		

FCFF – Flujo de caja libre de los activos – con recursos propios	\$2,204,757	\$3,342,753	\$1,940,422	\$3,430,200	\$3,325,224
---	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------

Fuente: Elaboración propia en base a los estados financieros, información histórica y entrevista a funcionarios clave de Tour Operador C.L.

(b) Los ingresos fueron calculados en base a la ocupación detallada en la tabla 5 Proyección de ocupación, considerando una operación de 53 cruceros y 365 días en el año.

Tabla 8: *Proyección de ocupación*

	2021	2022	2023	2024	2025
# Pasajeros	3,704	4,708	4,726	4,730	4,790
# Cruceros	53	53	53	53	53
# Días	365	365	365	365	365
ABDs	36,500	36,500	36,500	36,500	36,500
Pax Days	25,466	31,760	31,886	31,914	32,378
Load factor	70%	87%	87%	87%	89%

Fuente: Elaboración propia en base a entrevista realizada al Vicepresidente de Planificación y Análisis de Ingresos de Tour Operador C.L.

Para el 2023 se realizaría un préstamo con una institución bancaria local a 3 años por US\$1,500,000 a una tasa del 9.24% anual para mejoras y mantenimiento de la motonave, haciendo posible que Tour Operador C.L. obtenga beneficios tributarios por el pago de los intereses que se generen, que son el resultado de multiplicar el valor de los intereses por la tasa impositiva.

Tabla 9: *Flujo de beneficios derivados de la deuda*

	2023	2024	2025
Intereses	\$138,600	\$96,418	\$50,338
Tasa impositiva	36.25%	36.25%	36.25%
Ahorros Fiscales	\$50,243	\$34,951	\$18,247

Fuente: Elaboración propia.

5.2. Estimación de las tasas de descuento

5.2.1. Costo patrimonial

Como se puede observar la ecuación de rendimiento esperado $K_P = R_F + \beta * (R_M - R_F)$ en el numeral 3.3.2. Tasas de descuento, para el presente proyecto se consideró lo siguiente debido a que en Ecuador todavía no se cuenta con un mercado bursátil lo suficientemente desarrollado que nos permita tomar información para nuestra valoración: i) R_F tasa libre de riesgo, se cogió los rendimientos del tesoro estadounidense a 10 años previendo que Tour Operador C.L. a la fecha de elaboración de este trabajo cumple con el supuesto de negocio en marcha; ii) β beta o riesgo sistemático, se tomó el beta referencial para empresas con similar giro del negocio en mercados emergentes; iii) $R_M - R_F$ o PMR prima de riesgo de mercado, obtenido del diferencial histórico de empresas estadounidenses; y; iv) finalmente al rendimiento esperado le realizamos el ajuste por riesgo país por estar en una nación considerada emergente, con lo que la ecuación queda como sigue:

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

Dónde,

K_p : Rendimiento esperado,

R_f : Tasa libre de riesgo,

β : Beta o riesgo sistemático,

PRM_{US} : Prima de riesgo de mercado,

$Spread$: Riesgo país

Tabla 10: Cálculo del costo patrimonial

Componentes	Valor	Fuente
Tasa libre de riesgo	0.669%	Promedio del rendimiento anual de 10-Yr bonds a septiembre-2020. Fuente: https://finance.yahoo.com/bonds
Beta desapalancada	0.81	Betas promedio por tipo de industria. Fuente: www.damodaran.com

Prima de riesgo de mercado US	4.83%	Promedio histórico geométrico (1928-2019) de los excesos de retornos del mercado accionario sobre los T-Bonds. Fuente: www.damodaran.com
Riesgo país	9.01%	Promedio del índice de riesgo país desde el 1 de enero de 2010 hasta el 18 de septiembre de 2020. Fuente: BCE ¹¹
Costo patrimonial	4.58%	$K_P = R_F + \beta * (R_M - R_F)$
Costo patrimonial ajustado	13.59%	$K_p = R_f + \beta * PRM_{US} + Spread$

Fuente: Elaboración propia.

5.2.2. Costo de la deuda

Los beneficios fiscales se descuentan a la tasa del costo de la deuda, para lo cual, tomamos como referencia la tasa activa efectiva referencial para el segmento productivo corporativo a septiembre de 2020 por 9.24% anual.

5.3. Estimación del valor terminal

Para la estimación del valor terminal se multiplicó el flujo de caja de 2025 por la tasa de crecimiento constante de 6% en base a información histórica antes de Covid-19 restando la inversión en CAPEX promedio anual de US\$500,000 y el costo patrimonial ajustado por riesgo país, el resultado es como sigue:

Tabla 11: *Estimación del valor terminal*

Flujo de caja	\$3,028,188
Tasa de crecimiento	6%
Costo patrimonial ajustado	13.59%
Valor terminal	\$39,894,405

Fuente: Elaboración propia.

¹¹

<https://sintesis.bce.fin.ec/BOE/OpenDocument/1602171408/OpenDocument/opendoc/openDocument.faces?lagonSuccessful=true&shareId=1>

5.4. Análisis de escenarios

El análisis de escenarios nos permite estimar los flujos de efectivo esperados y prever el efecto del riesgo sobre el valor. Lo más frecuente es analizar el escenario conservador, optimista y pesimista, sin embargo, la cantidad de escenarios a emplear dependerán de la variabilidad de los supuestos que se deseen estudiar sean factores macroeconómicos e internos de la compañía evaluada. Para elaborar los escenarios hay que enfocarse en dos o tres factores críticos, así como, la asignación de probabilidades de ocurrencia para cada uno (Damodaran, 2012h).

En Tour Operador C.L. los factores críticos identificados en base a los cuales se realizó el escenario conservador, pesimista y optimista previo el análisis de aspectos macroeconómicos e internos detallados en el capítulo IV son: i) el porcentaje de ocupación; ii) el crecimiento de ingresos; iii) la relación del costo de ventas sobre las ventas; y, iv) la participación de los gastos corrientes sobre las ventas.

Ver los supuestos del escenario conservador en el numeral 5.1 tabla 5.

El escenario optimista se lo hizo con lo siguiente:

- Ocupación: a partir de 2024 se estima un crecimiento del 2%, el mismo incremento para el 2025 en comparación al escenario conservador con una operación de 53 cruceros en el año y 365 días.
- Crecimiento de ingresos, si bien es cierto que para el 2021 no se espera un crecimiento en los ingresos, a partir del 2022 se considera un crecimiento de los ingresos del 1% en comparación al último ejercicio fiscal antes de Covid-19 que es el 2019, el mismo porcentaje de crecimiento para el 2023. En el 2024 y 2025 el incremento sería del 3% anual y desde el 2026 el 6% de forma constante.
- Relación del costo de ventas sobre las ventas, se espera obtener un ahorro del 1% como resultado de una reestructuración y mejoras de los procesos quedando una relación del 64%.

- Participación de los gastos corrientes sobre las ventas, en este rubro el ahorro sería de un 1%, quedando en un 11% desde el 2021.

Tabla 12: *Supuestos para escenario optimista*

Supuestos	2021	2022	2023	2024	2025
Ocupación	70%	87%	87%	89%	90%
ABDs	36,500	36,500	36,500	36,500	36,500
Crecimiento de ingresos (g)	0%	1%	1%	3%	3%
Costo de ventas/ventas	64%	64%	64%	64%	64%
Gastos corrientes/ventas	11%	11%	11%	11%	11%
Otros egresos/ventas	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
Capex (\$)	\$1,500,000				
Depreciación (\$)	\$1,962,983	\$1,962,983	\$2,080,483	\$2,080,483	\$2,080,483
Participación a trabajadores	15%	15%	15%	15%	15%
Tasa impositiva	25%	25%	25%	25%	25%
Crecimiento para el valor terminal					6%

Fuente: Elaboración propia según datos históricos después de crisis financieras, proporcionados por la Gerencia de Tour Operador C.L.

El escenario pesimista tuvo las siguientes consideraciones:

- Ocupación: En el 2021 se iniciaría operaciones desde junio con una ocupación anual de 2,232 pasajeros, una operación de 31 cruceros y 214 días. En los próximos años se operaría con normalidad 53 cruceros en el año y 365 días.
- Crecimiento de ingresos, los ingresos que se obtuvieron al 31 de diciembre de 2019, antes de Covid-19, fueron US\$18,324,011 cifra a la que no se

llegaría durante los próximos cinco años debido a un lento crecimiento, que podría ser del 1% anual a partir de 2023 en el sector de cruceros.

- Relación del costo de ventas sobre las ventas, se mantendría la relación del escenario conservador que es un 65%.
- Participación de los gastos corrientes sobre las ventas, el porcentaje sería el mismo que el del escenario conservador, es decir, 12%.

Tabla 13: *Supuestos para escenario pesimista*

Supuestos	2021	2022	2023	2024	2025
Ocupación	72%	81%	82%	83%	84%
ABDs	21,400	36,500	36,500	36,500	36,500
Crecimiento de ingresos (g)	0%	0%	1%	1%	1%
Costo de ventas/ventas	65%	65%	65%	65%	65%
Gastos corrientes/ventas	12%	12%	12%	12%	12%
Otros egresos/ventas	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
Capex (\$)	\$1,500,000				
Depreciación (\$)	\$1,962,983	\$1,962,983	\$2,080,483	\$2,080,483	\$2,080,483
Participación a trabajadores	15%	15%	15%	15%	15%
Tasa impositiva	25%	25%	25%	25%	25%
Prima de iliquidez					4%
Crecimiento para el valor terminal					1%

Fuente: Elaboración propia.

5.5. Valoración financiera de Tour Operador C.L.

A continuación se detallan los resultados obtenidos bajo el escenario conservador, optimista y pesimista considerando los supuestos arriba indicados para cada uno.

En el escenario conservador, que es el esperado, se determinó que el valor financiero de Tour Operador C.L. es US\$27,468,332.

Tabla 14: *Cálculo de la valoración financiera de Tour Operador C.L. – Escenario conservador*

	2021	2022	2023	2024	2025
Flujo de caja libre con recursos propios	\$ 2,204,758	\$3,342,753	\$1,940,422	\$3,430,200	\$3,325,223
Valor Terminal					\$ 39,894,405
Ahorros fiscales			\$50,243	\$34,951	\$18,247
VPN (FCL)	\$6,297,436				
VP (VT)	\$ 21,096,081				
Valor de la empresa sin deuda	\$ 27,393,518				
VPN (Flujo beneficio tributarios de la deuda)	\$74,815				
Valor de la empresa (APV)	\$ 27,468,332				

Fuente: Elaboración propia.

Bajo el escenario optimista el valor financiero de Tour Operador C.L. es US\$30,997,699.

Tabla 15: *Cálculo de la valoración financiera de Tour Operador C.L. – Escenario optimista*

	2021	2022	2023	2024	2025
Flujo de caja libre con recursos propios	\$2,407,453	\$3,580,830	\$2,105,183	\$3,715,286	\$3,699,532
Valor Terminal					\$44,860,695
Ahorros fiscales			\$50,243	\$34,951	\$18,247
VPN (FCL)	\$7,200,639				
VP (VT)	\$23,722,245				
Valor de la empresa sin deuda	\$30,922,884				
VPN (Flujo beneficio tributarios de la deuda)	\$74,815				
Valor de la empresa (APV)	\$30,997,699				

Fuente: Elaboración propia.

Para el escenario pesimista el valor financiero de Tour Operador C.L. es US\$12,494,687.

Tabla 16: *Cálculo de la valoración financiera de Tour Operador C.L. – Escenario pesimista*

	2021	2022	2023	2024	2025
Flujo de caja libre con recursos propios	\$617,022	\$3,223,140	1,789,970	\$3,314,255	\$3,337,779
Valor Terminal					\$17,369,747
Ahorros fiscales			\$50,243	\$34,951	\$18,247
VPN (FCL)	\$4,694,273				
VP (VT)	\$7,725,599				
Valor de la empresa sin deuda	\$12,419,872				
VPN (Flujo beneficio tributarios de la deuda)	\$74,815				
Valor de la empresa (APV)	\$12,494,687				

Fuente: Elaboración propia.

Después de analizar cualitativamente los factores internos y externos antes y después de Covid-19 que han afectado los resultados de Tour Operador C.L. se propone la siguiente distribución de probabilidades para cada escenario: i) conservador 60%; ii) optimista 10%; y, iii) pesimista 30%. En base a lo antes expuesto, el valor financiero ponderado de Tour Operador C.L. es de US\$23,329,175 dólares.

Tabla 17: *Valor financiero ponderado de Tour Operador C.L.*

Escenario	Valor de la empresa	Probabilidad	Valor ponderado
Conservador	\$ 27,468,332	60%	\$ 16,480,999
Optimista	\$ 30,997,699	10%	\$ 3,099,770
Pesimista	\$ 12,494,687	30%	\$ 3,748,406
		Total	\$ 23,329,175

Fuente: Elaboración propia.

6. CONCLUSIÓN

La valoración de Tour Operador C.L. se realizó mediante el método de flujo de caja descontado bajo el enfoque de valor presente ajustado por considerarse el más adecuado debido al nivel de endeudamiento variable en el tiempo.

Para la elaboración de los supuestos se tomaron datos históricos de 2016 a 2019 antes de Covid-19 y al 31 de julio de 2020 para medir el impacto que ha tenido la pandemia sobre la operación de la compañía. Si comparamos los ingresos de 2020 y 2019 podemos observar una reducción en un 80% aproximadamente. Se espera reanudar la operación en enero de 2021 con una ocupación de 70% durante ese año y es por este motivo que no se considera un crecimiento hasta el 2022 que sería del 1% anual hasta el 2025.

También se evaluó el contexto macroeconómico y aspectos internos de la compañía. Se realizó la proyección de los flujos futuros, se estimaron las tasas de descuento ajustadas por el riesgo país. Se construyeron tres escenarios que dieron como resultado un valor de la empresa como sigue: i) conservador por US\$27,468,332 con una probabilidad de 60%; ii) optimista por US\$30,997,699 con una probabilidad del 10%; y, iii) pesimista por US\$12,494,687 con una probabilidad del 30%. Finalmente, el valor financiero ponderado de Tour Operador C.L. es de US\$23,329,175 dólares.

REFERENCIAS

- BANCO CENTRAL DEL ECUADOR (BCE). (n.d.). SECTOR FISCAL. Recuperado Enero 26, 2020, de <https://www.bce.fin.ec/index.php/sector-fiscal>
- BANCO CENTRAL DEL ECUADOR (BCE). (2020a). *Cuentas Nacionales Trimestrales*. Recuperado de <https://contenido.bce.fin.ec/home1/estadisticas/cntrimestral/CNTrimestral.jsp>
- BANCO CENTRAL DEL ECUADOR (BCE). (2020b). Ecuador: Reporte Mensual de Inflación. Recuperado Enero 19, 2020, de Banco Central Del Ecuador website: <https://www.bce.fin.ec/index.php/component/k2/item/317-informe-de-inflación>
- BANCO CENTRAL DEL ECUADOR (BCE). (2020c). Ecuador: Reporte Mensual de Inflación.
- Bernanke, B., & Frank, R. (2007a). Medición de la actividad económica: el PIB y el desempleo. In J. Fernández (Ed.), *Macroeconomía* (Tercera, p. 35). Madrid, España: McGraw - Hill Companies, Inc.
- Bernanke, B., & Frank, R. (2007b). Medición del nivel de precios y de la inflación. In Fernández José (Ed.), *Macroeconomía* (Tercera, p. 56). Madrid, España: McGraw - Hill Companies, Inc.
- CENTERS FOR DISEASE CONTROL AND PREVENTION (CDC). (2020). 42 CODE OF FEDERAL REGULATIONS PART 70 (INTERSTATE) AND PART 71 (FOREIGN): SECOND MODIFICATION AND EXTENSION OF NO SAIL ORDER AND OTHER MEASURES RELATED TO OPERATIONS Executive Summary. Recuperado Septiembre 18, 2020, de www.federalregister.gov/documents/2020/04/15/2020-07930/no-sail-order-and-suspension-
- Consultora Multiplica. (2020). Hasta 2026 le tomará al Ecuador saldar la crisis del coronavirus. Recuperado Septiembre 19, 2020, de <https://www.revistagestion.ec/economia-y-finanzas-analisis/hasta-2026-le-tomara-al-ecuador-saldar-la-tesis-del-coronavirus>
- Damodaran, A. (2012a). Approaches to Valuation. In *Investment Valuation: tools and techniques for determining the value of any asset* (Tercera, p. 11). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

- Damodaran, A. (2012b). Closure in Valuation: Estimating Terminal Value. In *Investment Valuation: tools and techniques for determining the value of any asset* (Tercera, pp. 304-305-306–321). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2012c). Firm Valuation: The adjusted present value approach. In *Investment Valuation: tools and techniques for determining the value of any asset* (Tercera, pp. 398–399). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2012d). Introduction to valuation. In *Investment Valuation: tools and techniques for determining the value of any asset* (Tercera, p. 1 y 8). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2012e). Introduction to Valuation. In *Investment Valuation: tools and techniques for determining the value of any asset* (Tercera, p. 5 y 8). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2012f). Overlevered with No Immediate Threat of Bankruptcy. In *Investment Valuation: tools and techniques for determining the value of any asset* (Tercera, pp. 630–631). <https://doi.org/978-1-118-13073-5>
- Damodaran, A. (2012g). Overview and Conclusion. In *Investment Valuation: tools and techniques for determining the value of any asset* (Tercera, pp. 925, 926, 927). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2012h). Probabilistic approaches in valuation: scenario analysis, decision tress, and simulations. In *Investment Valuation: tools and techniques for determining the value of any asset* (Tercera, pp. 894–899). Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.
- Dirección del Paque Nacional Galápagos (DPNG). (2013). Administración de la Operación Turística – Dirección del Parque Nacional Galápagos. Recuperado Junio 28, 2020, de Operadores turísticos/Armadores-propietarios autorizados por la Dirección del Parque Nacional Galápagos website: <http://www.galapagos.gob.ec/administracion-de-la-operacion-turistica/>
- Dirección del Paque Nacional Galápagos (DPNG). (2020). *Informe anual de visitantes a las áreas protegidas de Galápagos del año 2019*. Recuperado de <http://www.galapagos.gob.ec/wp-content/uploads/2020/01/INFORME-ANUAL-DE-VISITANTES-2019.pdf>
- Economía Finanzas. (n.d.). Qué es el salario nominal y el salario real. Recuperado Enero 19, 2020, de <https://www.economiafinanzas.com/salario-nominal-salario-real/>

- El Comercio. (2020). El sector turístico de Galápagos cifra esperanza en reanudación de vuelos regulares y en el aporte de visitantes nacionales. Recuperado Septiembre 18, 2020, de <https://www.elcomercio.com/tendencias/turismo-galapagos-vuelos-regulares-viajeros.html>
- El Universo. (2019). Ecuador cumplió diez años con déficit en presupuestos del Estado | Economía | Noticias | El Universo. Recuperado de <https://www.eluniverso.com/noticias/2019/01/15/nota/7139165/decada-deficit-presupuestos-estado>
- El Universo. (2020). Coronavirus frenó al turismo cuyos ingresos caerán un 70 % en Ecuador durante el 2020. Recuperado Septiembre 18, 2020, from <https://www.eluniverso.com/noticias/2020/05/10/nota/7836018/turismo-galapagos-ecuador-covid-19>
- Fernández, P. (2019a). Métodos de valoración de empresas (Company Valuation Methods). Recuperado Febrero 24, 2020, de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1267987
- Fernández, P. (2019b). Métodos de valoración de empresas (Company Valuation Methods). Recuperado Febrero 24, 2020, de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1267987
- Fernández, P. (2019c). Métodos mixtos, basados en el fondo de comercio o goodwill. Recuperado Febrero 24, 2020, de Métodos de valoración de empresas (Company Valuation Methods) website: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1267987
- Gerencie. (2013). Negocio en marcha. Recuperado Junio 15, 2020, de <https://www.gerencie.com/negocio-en-marzoa.html>
- Hakala, S. (2020). *VALUATION DURING A PANDEMIC: HOW TO APPROACH COVID-19 WHEN INVESTING IN COMMON STOCKS*. Recuperado de www.valuescopeinc.com
- Hernández, R., Fernández, C., & Baptista, M. del P. (2014a). Concepción o elección del diseño de investigación. In McGrawHill (Ed.), *Metodología de la Investigación* (Sexta, pp. 152-153–154). México.
- Hernández, R., Fernández, C., & Baptista, M. del P. (2014b). Definición del alcance de la investigación que se realizará: exploratorio, descriptivo, correlacional o explicativo. In McGrawHill (Ed.), *Metodología de la Investigación* (Sexta). México.

- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010a). Frameworks for Valuation. In *Valuation measuring and managing the value of companies* (Quinta, pp. 103, 104). New Jersey, United States: John Wiley & Sons, Inc.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010b). Why Value Value? In *Valuation measuring and managing the value of companies* (Quinta, pp. 3, 4, 5). New Jersey, United States: John Wiley & Sons, Inc.
- Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2010c). Why Value Value? In *Valuation measuring and managing the value of companies* (Quinta, p. 4). New Jersey, United States: John Wiley & Sons, Inc.
- Larenas, N. (2020). Estadísticas de turistas extranjeros en Ecuador 2019. Recuperado Mayo 9, 2020, de <https://www.nlarenas.com/2020/02/estadisticas-turistas-extranjeros-ecuador-2019/>
- Lizarzaburu, E., & Casares, I. (2016). Introducción a los riesgos financieros. In PLATINUM EDITORIAL S.A.C (Ed.), *Introducción a la Gestión Integral de Riesgos Empresariales Enfoque: ISO 31000* (Primera, pp. 197-198–199). Recuperado de https://www.researchgate.net/publication/303486432_Introduccion_a_la_Gestion_Integral_de_Riesgos_Empresariales_Enfoque_ISO_31000
- Luehrman, T. A. (1997). What's it worth? A general manager's guide to valuation. *Harvard Business Review*, 75(3), 132–142. Recuperado de <https://hbr.org/1997/05/whats-it-worth-a-general-managers-guide-to-valuation>
- Maquieira, C., & Willatt, C. (2006). Metodología de valoración de nuevas empresas (MVNE). In *Estudios de Administración* (Vol. 13).
- Mochón, F. (2005). La medición del PIB: del PIB a la renta disponible. In A. Navarro (Ed.), *Introducción a la macroeconomía* (Tercera, p. 22). Madrid, España: McGraw - Hill Companies, Inc.
- Nature Galápagos & Ecuador. (n.d.). M/V Silver Galápagos Crucero de Lujo. Recuperado Junio 21, 2020, de <https://naturegalapagos.com/es/cruceros-galapagos/silver-galapagos-lujo>
- Nobile, M., & Smith, R. (2020). How Does COVID-19 Impact Business Valuations? Recuperado Septiembre 17, 2020, de <https://gbq.com/covid-19-impact-business-valuations/>
- Organización Mundial de la Salud (OMS). (2020). Cronología de la respuesta de la OMS a la COVID-19. Recuperado Septiembre 18, 2020, de <https://www.who.int/es/news->

room/detail/29-06-2020-covidtimeline

- Organización Mundial del Turismo (OMT). (2018). Resultados del turismo internacional en 2017: los más altos en siete años | Comunicación. <https://doi.org/PR No.: 18003>
- Organización Mundial del Turismo (OMT). (2019a). El turismo internacional aumentó un 4% en el primer semestre de 2019 | Organización Mundial del Turismo OMT. Recuperado Octubre 22, 2019, de PR 19051 website: <http://www2.unwto.org/es/press-release/2019-09-09/el-turismo-internacional-aumento-un-4-en-el-primer-semester-de-2019>
- Organización Mundial del Turismo (OMT). (2019b). Las llegadas de turistas internacionales suman 1.400 millones dos años antes de las previsiones | Organización Mundial del Turismo OMT. Recuperado Octubre 22, 2019, de Pr 19003 website: <https://www2.unwto.org/es/press-release/2019-01-21/las-llegadas-de-turistas-internacionales-suman-1400-millones-dos-anos-antes>
- Organización Mundial del Turismo (OMT). (2020). *Las cifras de turistas internacionales caen un 65% en la primera mitad de 2020*.
- Parra, A. (2013). Valoración de empresas: métodos de valoración. *Contexto*, 2(1), 87–100. Recuperado De <https://revistas.ugca.edu.co/index.php/contexto/article/view/44>
- Revista Ekos. (2020). Los ingresos por llegadas de turistas bajaron un 18% en el primer trimestre. Recuperado Septiembre 19, 2020, De <https://www.youtube.com/watch?v=s5Igf7o7XQ>
- Ross, S., Westerfield, R., & Jaffe, J. (2012). Riesgo, costo de capital y presupuesto de capital. In McGRAW-HILL/INTERAMERICANA EDITORES (Ed.), *Finanzas corporativas* (Novena, pp. 392-393–394). México.
- Sanjurjo, M., & Reinoso, M. (2003a). Descripción de los métodos de valoración. In Pearson Educación (Ed.), *Guía de valoración de empresas* (Segunda, pp. 84, 85). Madrid, España: Prentice Hall.
- Sanjurjo, M., & Reinoso, M. (2003b). Métodos basados en la cuenta de resultados. In Pearson Educación (Ed.), *Guía de valoración de empresas* (Segunda, pp. 138, 139). Madrid, España: Prentice Hall.
- Sanjurjo, M., & Reinoso, M. (2003c). *Métodos de opciones* (P. Educación, Ed.). Madrid, España: Prentice Hall.
- Sanjurjo, M., & Reinoso, M. (2003d). Principales metodologías de valoración. In Pearson Educación (Ed.), *Guía de valoración de empresas* (Segunda, pp. 4, 5, 6). Madrid,

España: Prentice Hall.

Sanjurjo, M., & Reinoso, M. (2003e). Principales métodos de valoración. In Pearson Educación (Ed.), *Guía de valoración de empresas* (Segunda, pp. 76, 77, 78). Madrid, España: Prentice Hall.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). (2019). Royal Caribbean Cruises Ltd 2018 Annual Report 10-K. Recuperado Noviembre 15, 2019, De Annual report [Section 13 and 15(d), not S-K Item 405] website:

<https://sec.report/Document/0000884887-19-000017/#s44BAD6BEC7585683936A8F257337620F>

Servicio Nacional de Gestión de Riesgos y Emergencias. (2020). SITUACIÓN NACIONAL POR COVID-19 (CORONAVIRUS). Recuperado Septiembre 18, 2020, de https://www.gestionderiesgos.gob.ec/wp-content/uploads/2020/03/1INFOGRAFIA-NACIONALCOVI-19-COE-NACIONAL-13032020_15H.pdf

SILVERSEA. (n.d.). Our Company. Recuperado Junio 21, 2020, de <http://crewcareer.silversea.com/company>