



**Facultad de
Ciencias Sociales y Humanísticas**

PROYECTO DE TITULACIÓN

**“VALORACIÓN FINANCIERA DE LA EMPRESA TRAVEL RETAIL
S.A.”**

Previa la obtención del Título de:

MAGISTER EN FINANZAS

Presentado por:

SERGIO ANDRÉS BERRONES NARANJO

HEYNER GREGORY MANZABA POSLIGUA

Guayaquil – Ecuador

2025

AGRADECIMIENTO

A Dios, por brindarme la perseverancia y claridad necesarias para concluir este trabajo de investigación.

A mi esposa y a mi familia, por su respaldo incondicional, paciencia y estímulo permanente durante el desarrollo de mis estudios de posgrado.

A mi tutor de tesis, por su guía académica, rigor metodológico y valiosos aportes que fortalecieron la calidad de esta investigación.

A mi compañero de tesis, por el trabajo colaborativo, el compromiso y el apoyo mutuo demostrados a lo largo de este proceso académico.

BERRONES NARANJO SERGIO ANDRES

Agradezco especialmente a mi padre, hoy ausente físicamente, cuya enseñanza, ejemplo y sacrificio permanente continúan inspirándome; y a mi madre, fortaleza diaria, por su apoyo inquebrantable y confianza constante siempre.

MANZABA POSLIGUA HEYNER GREGORY

DEDICATORIA

A mi esposa y a mi familia, por su apoyo constante, comprensión y motivación a lo largo de este proceso.

BERRONES NARANJO SERGIO ANDRES

Dedico este trabajo a mis padres, motores de mi vida; a mi padre en memoria eterna y a mi madre.

MANZABA POSLIGUA HEYNER GREGORY

COMITÉ DE EVALUACIÓN

Tutor: Álvaro Moreno Ramirez

Revisor 1: Katia Rodriguez Morales

Revisor 2: Mariela Pérez Moncayo

DECLARACIÓN EXPRESA

Nosotros Sergio Berrones y Heyner Manzaba acordamos y reconocemos que: La titularidad de los derechos patrimoniales de autor (derechos de autor) del proyecto de graduación corresponderá al autor o autores, sin perjuicio de lo cual la ESPOL recibe en este acto una licencia gratuita de plazo indefinido para el uso no comercial y comercial de la obra con facultad de sublicenciar, incluyendo la autorización para su divulgación, así como para la creación y uso de obras derivadas. En el caso de usos comerciales se respetará el porcentaje de participación en beneficios que corresponda a favor del autor o autores. El o los estudiantes deberán procurar en cualquier caso de cesión de sus derechos patrimoniales incluir una cláusula en la cesión que proteja la vigencia de la licencia aquí concedida a la ESPOL.

La titularidad total y exclusiva sobre los derechos patrimoniales de patente de invención, modelo de utilidad, diseño industrial, secreto industrial, secreto empresarial, derechos patrimoniales de autor sobre software o información no divulgada que corresponda o pueda corresponder respecto de cualquier investigación, desarrollo tecnológico o invención realizada por mí/nosotros durante el desarrollo del proyecto de graduación, pertenecerán de forma total, exclusiva e indivisible a la ESPOL, sin perjuicio del porcentaje que me/nos corresponda de los beneficios económicos que la ESPOL reciba por la explotación de mi/nuestra innovación, de ser el caso.

En los casos donde la Oficina de Transferencia de Resultados de Investigación (OTRI) de la ESPOL comunique al/los autor/es que existe una innovación potencialmente patentable sobre los resultados del proyecto de graduación, no se realizará publicación o divulgación alguna, sin la autorización expresa y previa de la ESPOL.

Guayaquil, Diciembre 16 del 2025.

Autor 1
Berrones Naranjo Sergio

Autor 2
Manzaba Posligua Heyner

ÍNDICE GENERAL

Contenido	Págs.:
AGRADECIMIENTO	I
DEDICATORIA.....	II
COMITÉ DE EVALUACIÓN	III
DECLARACIÓN EXPRESA	IV
ÍNDICE GENERAL	V
RESUMEN	VIII
LISTA DE FIGURAS	X
LISTA DE TABLAS	XI
ABREVIATURAS	XIII
CAPÍTULO I	1
1. INTRODUCCIÓN	1
1.1. Antecedentes.....	1
1.2. Planteamiento del problema.....	1
1.3. Justificación del problema	3
1.4. Objetivos.....	4
1.4.1. Objetivo general.....	4
1.4.2. Objetivos específicos	4
1.5. Alcance del estudio	4
CAPÍTULO II.....	5
2. REVISIÓN DE LITERATURA.....	5
2.1. Marco teórico.....	5
2.1.1. Teoría del valor del dinero en el tiempo (TVM).....	5
2.1.2. Teoría moderna de portafolio.....	5
2.1.3. Teoría de la Estructura de Capital	6

2.1.4.	Modelo de Valoración de Activos de Capital.....	6
2.1.5.	Teoría del Valor Intrínseco.....	6
CAPÍTULO III.....		8
3.	METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN.....	8
3.1.	Tipo de la investigación.....	8
3.2.	Fuentes de información.....	8
3.3.	Metodología de valoración.....	9
3.3.1.	Análisis financiero.....	11
3.3.2.	Método de valoración de empresas por flujos de caja descontados.....	13
CAPÍTULO IV.....		16
4.	ANÁLISIS FINANCIERO DE LA EMPRESA TRAVEL RETAIL.....	16
4.1.	ANÁLISIS DEL ENTORNO ECONÓMICO.....	16
4.1.1.	Entorno macroeconómico.....	16
4.1.2.	Entorno regional y ecuatoriano.....	17
4.1.3.	Entorno sectorial.....	17
4.2.	ANÁLISIS DE LA EMPRESA Y COMPETENCIA.....	18
4.2.1.	Misión.....	18
4.2.2.	Visión.....	19
4.2.3.	Valores.....	19
4.2.4.	Clientes.....	19
4.2.5.	Competencia.....	19
4.3.	ANÁLISIS FODA DE LA EMPRESA.....	22
4.4.	ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA TRAVEL RETAIL 2022 – 2024.....	23
4.4.1.	Análisis horizontal de Travel Retail.....	23
4.4.2.	Análisis vertical de Travel Retail.....	25
4.4.3.	Análisis de ratios financieros 2022 – 2024.....	26

CAPÍTULO V	30
5. VALORACIÓN DE LA EMPRESA TRAVEL RETAIL	30
5.1. PROYECCIONES	31
5.1.1. Proyecciones de ingreso por ventas	31
5.1.2. Proyecciones de costos por ventas	32
5.1.3. Proyecciones de gastos operacionales	33
5.1.4. Otros supuestos para la proyección de flujos de efectivo	37
5.1.5. Supuestos críticos y técnicos de las proyecciones	38
5.2. DETERMINACIÓN DE LA TASA DE DESCUENTO	39
5.2.1. Costo patrimonial.....	39
5.2.2. Cálculo de la tasa de descuento – WACC	40
5.3. DETERMINACIÓN DE LA TASA DE CRECIMIENTO	41
5.4. VALORACIÓN DE LA EMPRESA TRAVEL RETAIL	41
CONCLUSIONES	42
RECOMENDACIONES.....	43
REFERENCIAS.....	44

RESUMEN

La investigación tuvo como finalidad determinar el valor económico de Travel Retail S.A. mediante el método de Flujos de Caja Descontados (FCD), utilizando un enfoque cuantitativo orientado al análisis objetivo de su desempeño financiero. Para ello, se evaluaron los principales indicadores de liquidez, actividad, rentabilidad y apalancamiento durante el período 2023–2024, se examinaron los estados financieros y se proyectaron los flujos de caja futuros bajo supuestos coherentes con la evolución histórica del negocio y con las condiciones actuales del sector duty free en Ecuador. Los resultados revelaron una empresa con adecuada eficiencia operativa y niveles sólidos de liquidez, pero con una estructura de capital debilitada por el incremento del endeudamiento y una caída significativa en la rentabilidad durante 2024. Las proyecciones se elaboraron considerando las tendencias reales del negocio, excluyendo los años atípicos de la pandemia y aplicando un crecimiento moderado basado en el comportamiento sectorial. A partir de estos supuestos se estimó el valor económico de la compañía para el año 2024, empleando una tasa de descuento consistente con su nivel de riesgo. El estudio concluye que Travel Retail S.A. mantiene un potencial de generación de valor, aunque requiere fortalecer su estructura financiera y optimizar su gestión operativa para mejorar la sostenibilidad de sus flujos futuros.

Palabras clave: Valoración financiera, Flujos de caja descontados, Indicadores financieros, Gestión operativa, Proyección económica, Competitividad empresarial.

ABSTRACT

The purpose of this research was to determine the economic value of Travel Retail S.A. using the discounted cash flow (DCF) method, applying a quantitative approach aimed at the objective analysis of its financial performance. To this end, the main liquidity, activity, profitability, and leverage indicators were evaluated for the period 2023–2024. In addition, the company's financial statements were analyzed, and future cash flows were projected based on assumptions consistent with the historical performance of the business and the current conditions of the duty-free sector in Ecuador. The results revealed a company with adequate operational efficiency and solid liquidity levels; however, its capital structure was weakened by increased indebtedness and a significant decline in profitability during 2024. The projections were developed considering actual business trends, excluding atypical pandemic years and applying moderate growth assumptions based on sector behavior. Based on these assumptions, the economic value of the company was estimated for the year 2024 using a discount rate consistent with its risk profile. The study concludes that Travel Retail S.A. has value-generation potential; nevertheless, it must strengthen its financial structure and optimize its operational management to improve the sustainability of its future cash flows.

Keywords: financial valuation, discounted cash flow, financial indicators, operational management, economic projection, business competitiveness.

LISTA DE FIGURAS

Figura 3.3.1 – Método de valoración por flujos descontados	14
--	----

LISTA DE TABLAS

Tabla 4.1.1 – Crecimiento proyectado del PIB mundial (2024-2027).....	16
Tabla 4.1.2 – Indicadores clave del sector G4690 (2024).....	18
Tabla 4.2.1 – Indicadores financieros Attenza DF Ecuador S.A.S	20
Tabla 4.3.1 – Fortalezas y oportunidades en Travel Retail S.A.	22
Tabla 4.3.2 – Debilidades y amenazas en Travel Retail S.A.	23
Tabla 4.4.1 - Comportamiento del estado de resultados análisis horizontal 2022 - 2024.....	24
Tabla 4.4.2 – Comportamiento del estado de resultados análisis vertical 2022 - 2024	25
Tabla 4.4.3 – Comportamiento de los indicadores de liquidez Travel Retail S.A, 2022 - 2024	26
Tabla 4.4.4 - Comportamiento de los indicadores de apalancamiento Travel Retail S.A, 2022 - 2024.....	27
Tabla 4.4.5 – Comportamiento de los indicadores de cobertura Travel Retail S.A, 2022 – 2024	27
Tabla 4.4.6 – Comportamiento de los indicadores de actividad Travel Retail S.A, 2022 - 2024	28
Tabla 4.4.7 – Comportamiento de los indicadores de rentabilidad Travel Retail S.A, 2022 - 2024.....	29
Tabla 5.1.1 – Tasa de comportamiento promedio de los ingresos 2022 - 2024	31
Tabla 5.1.2 – Proyección de los ingresos para los próximos 5 años.....	32
Tabla 5.1.3 – Tasa de comportamiento promedio del costo de ventas 2022 - 2024.....	33
Tabla 5.1.4 – Proyección del costo de ventas próximos 5 años.....	33
Tabla 5.1.5 – Tasa de comportamiento promedio de los gastos de venta 2022 - 2024	34
Tabla 5.1.6 – Proyección de los gastos de venta para los próximos 5 años.....	34
Tabla 5.1.7 – Tasa de comportamiento promedio de los gastos administrativos 2022 - 2024.....	35
Tabla 5.1.8 – Proyección de los gastos administrativos para los próximos 5 años.....	35
Tabla 5.1.9 – Tasa de comportamiento promedio de las depreciaciones 2022 - 2024.....	35
Tabla 5.1.10 – Proyección de la depreciación para los próximos 5 años.....	36
Tabla 5.1.11 – Tasa de comportamiento promedio de los gastos financieros 2022 - 2024.....	36
Tabla 5.1.12 – Proyección de los gastos de interés para los próximos 5 años.....	36
Tabla 5.1.13 – Flujo de caja proyectado para los próximos 5 años.	37
Tabla 5.2.1 – Costo patrimonial ajustado – CAPM	39
Tabla 5.2.2 – Cálculo de la tasa de descuento.....	40

Tabla 5.4.1 – Cálculo de la tasa de descuento.....41

ABREVIATURAS

CAPM	Capital Asset Pricing Model (Modelo de Valoración de Activos de Capital)
CIIU	Clasificación Industrial Internacional Uniforme
DCF	Discounted Cash Flow (Flujo de Caja Descontado)
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes (Utilidad antes de intereses e impuestos)
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
FCD	Flujo de Caja Descontado
K_e	Costo del capital propio
K_d	Costo de la deuda
PIB	Producto Interno Bruto
ROA	Return on Assets (Rentabilidad sobre activos)
ROE	Return on Equity (Rentabilidad sobre patrimonio)
TCPA	Tasa de Comportamiento Promedio Anual
VPN	Valor Presente Neto
WACC	Weighted Average Cost of Capital (Costo Promedio Ponderado de Capital)

CAPÍTULO I

1. INTRODUCCIÓN

1.1. Antecedentes

La presente investigación se da en la empresa Travel Retail (2025), que desde el 2004 tiene como principal actividad económica la venta al por mayor de productos no especializados, según la Clasificación Industrial Internacional Uniforme (CIIU G4690.00), especializándose en productos de consumo como bebidas alcohólicas, perfumes y tabaco.

Desde su constitución se ha mantenido con una participación importante en el mercado, posicionándose como uno de los principales importadores de productos de lujo y semi-lujo en el país. Ha logrado establecer vínculos comerciales con proveedores de países como Reino Unido, Francia, Estados Unidos, Italia y España a través de su relacionada en Uruguay.

Al formar parte del grupo internacional Avolta, se consolida dentro de las filiales del líder global en retail de tiendas libres de impuestos, operando bajo la marca *Duty Free*¹ en zonas aeroportuarias, lo cual ha permitido consolidar su presencia en puntos estratégicos como el Aeropuerto Internacional José Joaquín de Olmedo, gestionando operaciones de venta minorista en entornos de alta demanda turística y ejecutiva.

A pesar del crecimiento del sector en la región, se infiere que la dirección general de Travel Retail S.A. puede diferir en cuanto a su situación económica y financiera, la cual podría no acoplarse a la realidad del vertical o en la necesidad de identificar el valor intrínseco lo suficientemente atractivo para ser objeto de compra. Por medio de los indicadores financieros se espera justificar si el comportamiento de la rentabilidad operativa y un incremento en el riesgo financiero están relacionados con su estructura de capital, situación que plantea un desafío urgente para la toma de decisiones estratégicas.

1.2. Planteamiento del problema

Travel Retail S.A. enfrenta un dilema financiero crítico: aunque opera en un mercado robusto, la disminución sostenida en la rentabilidad operativa (EBITDA) y el alto

¹ Tiendas Libres de Impuestos

apalancamiento financiero evidencian una potencial destrucción de valor que amenaza la solidez y sostenibilidad a largo plazo.

Ante este panorama de deterioro interno, la gerencia carece del diagnóstico fundamental: una valoración económica objetiva, la ausencia de este valor intrínseco impide cuantificar con exactitud el impacto de las ineficiencias y la estructura de capital sobre la riqueza de los accionistas, dejando sin sustento estratégico las decisiones de financiamiento, inversión o reestructuración de la deuda. El problema de investigación, por lo tanto, se centra en la brecha de información generada por la falta de un valor de referencia que permita a la empresa tomar acciones correctivas.

En la actualidad, Travel Retail S.A. opera en un mercado donde la competencia y los cambios en la dinámica comercial exigen a las empresas contar con información financiera precisa para sustentar decisiones estratégicas (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2025). Sin embargo, la organización no dispone de una valoración financiera formal que determine su valor económico como activo, utilizando metodologías reconocidas y ajustadas a su realidad operativa.

La ausencia de esta valoración genera una brecha crítica de información para los directivos y accionistas, ya que impide conocer de manera objetiva el valor presente del negocio y el potencial de generación futura de beneficios (Fisher, 1930). Esta falta de claridad limita la posibilidad de sustentar decisiones relacionadas con inversión, desinversión, negociación con terceros, incorporación de nuevos socios, reestructuraciones o análisis de creación de valor.

Por lo tanto, el problema central se enuncia de forma explícita: Travel Retail S.A. no cuenta con una valoración financiera objetiva y técnicamente fundamentada que permita determinar su valor económico real como empresa, lo que dificulta la toma de decisiones estratégicas y limita la gestión orientada a la creación de valor. Esta situación justifica la necesidad de realizar un ejercicio formal de valoración financiera que proporcione una estimación confiable del valor de la compañía.

Como pregunta de investigación se plantea: ¿Cuál es el valor económico de Travel Retail S.A. al cierre del período 2024, determinado mediante el método de Flujos de Caja

Descontados y cómo se ve afectado dicho valor por el nivel actual de rentabilidad y la estructura de capital de la compañía?

1.3. Justificación del problema

La presente investigación se justifica al establecer un nexo causal directo entre el problema del deterioro de la rentabilidad operativa y la necesidad de cuantificarlo. El estudio es imperativo porque:

- **Relevancia Estratégica:** El problema del alto apalancamiento y la baja rentabilidad, si no se cuantifica y corrige, conduce directamente a la destrucción de valor. El estudio es urgente porque proporciona la métrica para dimensionar la gravedad del problema y prevenir la subvaloración.
- **Aporte Gerencial :** La valoración bajo FCD es necesaria ya que provee el valor intrínseco fundamental. Este valor será la base objetiva para fundamentar las decisiones de reestructuración financiera permitiendo a la gerencia recuperar la senda de generación de valor y mitigar el riesgo financiero.
- **Aporte Académico:** El trabajo aplica y valida, mediante un enfoque cuantitativo riguroso, las teorías financieras clave para resolver un problema real de negocio, proporcionando una metodología replicable."

La ausencia de una valoración financiera objetiva en Travel Retail S.A. representa una limitación crítica para la gestión estratégica de la empresa, ya que impide conocer con precisión su valor económico real. Resolver este problema es fundamental porque el valor de una compañía constituye la base para sustentar decisiones relacionadas con inversión, financiamiento y creación de valor para los accionistas.

De acuerdo con Astudillo (2024) contar con una valoración financiera técnicamente fundamentada permitirá a la empresa reducir la incertidumbre en sus procesos de planificación, ya que proporcionará una referencia clara y cuantificable sobre su capacidad de generación futura de beneficios. Esto es especialmente relevante en un entorno donde la empresa debe evaluar opciones de crecimiento, expansión o alianzas estratégicas, decisiones que requieren información confiable sobre el valor del negocio.

Además, disponer de una estimación formal de valor contribuirá a que la alta dirección mejore la toma de decisiones relacionadas con estructura de capital, negociación con terceros,

incorporación de nuevos socios o evaluación de proyectos. En conjunto, abordar este problema no solo fortalece la transparencia financiera de Travel Retail S.A., sino que también permite orientar su gestión hacia la maximización de valor y la sostenibilidad a largo plazo.

1.4.Objetivos

1.4.1. Objetivo general

Valorar financieramente la empresa Travel Retail S.A. mediante el método de flujos de caja descontados (FCD).

1.4.2. Objetivos específicos

- Evaluar la situación financiera de la empresa durante el período 2023–2024 mediante indicadores.
- Proyectar los flujos de caja futuros ajustados al contexto económico actual.
- Calcular el valor económico de la empresa aplicando el método FCD.

1.5.Alcance del estudio

Este trabajo busca realizar una valoración de la empresa Travel Retail a través de la aplicación del método de flujos de caja descontados (DCF), en donde se tomará como base la información financiera de períodos pasados para establecer proyecciones de flujos de efectivo futuros en los cuales se ajuste el riesgo y costo de oportunidad del capital. El desarrollo de la investigación se centra en el análisis de la estructura de ingresos, costos, inversiones y capital de trabajo de la compañía para la estimación del valor económico real, ofreciendo información útil para la toma de decisiones financieras estratégicas por parte de sus accionistas.

Se incluirá algunas herramientas como el análisis horizontal y vertical de los estados financieros de los períodos 2022 al 2024, así como los indicadores financieros de liquidez, endeudamiento, rentabilidad y eficiencia, que permitirán identificar fortalezas, debilidades, oportunidades y amenazas en la gestión de la empresa.

CAPÍTULO II

2. REVISIÓN DE LITERATURA

El marco teórico que a continuación se presenta constituye la base conceptual para el análisis y la solución del problema de la erosión de valor identificado en el Capítulo I, las teorías seleccionadas son fundamentales porque proporcionan las herramientas analíticas para:

- Cuantificar el riesgo asociado al alto apalancamiento (Modelo CAPM y MPT),
- Determinar la tasa de descuento acorde a la mezcla de capital (Teoría de la Estructura de Capital)
- Fundamentar el método que se usará para estimar el valor futuro (Teoría del Valor Intrínseco).

De esta manera, el Capítulo II dota de sustento conceptual riguroso a la metodología aplicada en el Capítulo III.

2.1. Marco teórico

2.1.1. *Teoría del valor del dinero en el tiempo (TVM)*

La TVM establece que una unidad monetaria hoy vale más que la misma unidad en el futuro debido a la capacidad de generar rendimientos y al riesgo e incertidumbre asociados al tiempo. Fisher (1930) introdujo conceptos clave como la preferencia temporal y la distinción entre tasa nominal y tasa real, que sirven de base conceptual para descontar flujos futuros a su valor presente, la formalización matemática del descuento y del interés compuesto se consolidó posteriormente en la práctica financiera y actuarial, permitiendo desarrollar herramientas como el valor presente neto (VPN) y las fórmulas de tasa equivalente, indispensables para el método de flujos de caja descontados (FCD).

La Teoría del Valor del Dinero en el Tiempo aporta a este estudio el fundamento conceptual que justifica la necesidad de descontar los flujos futuros de la empresa a valor presente, esta teoría argumenta que la valoración económica de Travel Retail S.A. debe basarse en la actualización de sus flujos de efectivo esperados.

2.1.2. *Teoría moderna de portafolio*

Markowitz (1952) basó su teoría bajo el análisis conjunto del rendimiento esperado y del riesgo, representado por la varianza del retorno, siendo su principal aporte el concepto de frontera eficiente, entendido como el conjunto de portafolios que maximizan el retorno

esperado para un nivel determinado de riesgo, por otro lado, esta teoría propone que los inversionistas toman decisiones racionales basadas en la relación riesgo–rendimiento, lo cual abrió el camino para el desarrollo de modelos posteriores como el CAPM.

La teoría de Markowitz aporta el fundamento conceptual para incorporar el riesgo en la valoración financiera, esto permite justificar el presente estudio, por qué la estimación del valor de Travel Retail S.A. debe considerar su exposición al riesgo sistemático mediante tasas de retorno ajustadas.

2.1.3. Teoría de la Estructura de Capital

Modigliani y Miller (1958) sostuvieron que en mercados perfectos la mezcla de deuda y capital propio no afecta el valor de una empresa, sin embargo, en 1963 incorporaron el efecto de los impuestos y demostraron que el uso de deuda puede incrementar el valor de la firma debido al escudo fiscal. Estas ideas dieron origen a las teorías modernas sobre decisiones de financiamiento, costo de capital y apalancamiento financiero.

De acuerdo con la referencia de esta teoría, se fundamenta conceptualmente la necesidad de considerar la estructura de capital de Travel Retail S.A. para determinar su costo promedio ponderado de capital y su efecto en la valoración económica de la empresa. Adicional incluir como los niveles de impuestos en el Ecuador, pueden impactar en la tasa de descuento de los flujos proyectados por parte de la empresa (Modigliani & Miller, 1963).

2.1.4. Modelo de Valoración de Activos de Capital

El Capital Asset Pricing Model (CAPM), desarrollado por Sharpe (1964) y extendido por Lintner (1965), propone que el rendimiento esperado de un activo financiero está determinado por su riesgo sistemático, medido a través del coeficiente beta. El modelo establece una relación lineal entre el riesgo sistemático y el retorno esperado, considerando además un rendimiento libre de riesgo y la prima de riesgo de mercado.

El CAPM aporta el marco teórico necesario para justificar la estimación del costo del capital propio en la valoración de Travel Retail S.A., sustentando por qué la tasa de descuento debe reflejar la exposición al riesgo sistemático del negocio.

2.1.5. Teoría del Valor Intrínseco

Williams (1938) describe que el valor económico de una empresa no depende de su precio actual en el mercado ni de indicadores contables aislados, sino de su capacidad futura

de generar beneficios para los inversionistas. Esta teoría sustenta de forma conceptual el uso del método de flujos de caja descontados (DCF) en la valoración de Travel Retail S.A., al establecer que el valor de la empresa debe estimarse a partir de sus flujos futuros y no únicamente desde cifras contables presentes.

CAPÍTULO III

3. METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN

En el presente apartado se expone la selección del diseño de investigación, fuentes de información para la realización del estudio, así como el método de valoración de la empresa Travel Retail S. A., con la finalidad de realizar el análisis pertinente con bases teóricas que permitan demostrar la situación de la compañía durante el período 2022 al 2024, haciendo énfasis en los resultados de los dos últimos años.

3.1. Tipo de la investigación

El diseño de la investigación es no experimental, ya que no se manipulan variables, sino que se analizan tal como se presentan en la realidad de la empresa. Asimismo, corresponde a un estudio aplicado bajo la modalidad de caso de estudio, debido a que se emplean métodos financieros y técnicas de valoración específicamente sobre la empresa Travel Retail S.A., con el fin de estimar su valor económico (Vizcaíno et al., 2023).

El enfoque es cuantitativo, puesto que se utilizan herramientas matemáticas y financieras para procesar datos históricos, calcular indicadores, proyectar flujos de efectivo y aplicar el método de flujos de caja descontados. De igual manera, la investigación es longitudinal, ya que recurre a series históricas de información financiera con el propósito de proyectar resultados futuros de la compañía.

Finalmente, se emplea un nivel descriptivo, dado que se detallan y analizan las características financieras de la empresa a partir de sus estados financieros y demás información disponible, permitiendo comprender su evolución y sustentar la estimación de su valor económico.

3.2. Fuentes de información

Para el desarrollo de este estudio se tomará principalmente la información pública disponible en la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros (2025), debido a que presenta su ranking de compañías con los datos necesarios para establecer el valor de la empresa por medio del método de flujo de caja descontado. Esta fuente se considera como secundaria, debido a que ha sido investigada y procesada previamente por otros autores (Rodríguez, 2020).

También, se tomarán datos relevantes del Banco Central del Ecuador (2025), así como producciones académicas y científicas relacionadas con los distintos métodos de valoración de empresas que se encuentran publicadas revistas especializadas, con la finalidad de conocer el contexto del sector en el cual se desarrolla la entidad.

3.3. Metodología de valoración

De acuerdo con Méndez (2023) la valoración de empresas consiste en la estimación del valor económico que tiene la entidad. Existen algunos métodos de valoración (López, 2022). Estos pueden basarse en las cuentas de balance, cuentas de resultados; la combinación de estas, el descuento de los flujos y opciones reales (Fernández, 2012). Por lo tanto, los resultados varían de acuerdo con la situación de la compañía.

Para el presente estudio en donde se analiza la valoración de la empresa Travel Retail S. A., se toma como referencia el método de valoración por flujo de caja descontado, el cual determina proyecciones que son fundamentales para la toma de decisiones de la alta dirección, así como para los usuarios internos y externos de la información financiera, deduciendo su comportamiento en el corto, mediano y largo plazo.

El procedimiento para aplicar el método de flujo de caja descontado es el siguiente:

- Se recopila la información financiera de la entidad para elaborar el análisis histórico, presente y las proyecciones futuras. En este sentido, se toma como base los estados financieros obtenidos en la página de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.
- Se realiza un análisis de los estados financieros, tanto del estado de situación financiera como del estado de resultados, considerando los períodos 2022 al 2024.
- Se elaborarán las proyecciones para determinar cómo ha incrementado o disminuido la riqueza de la empresa, haciendo una relación con las tendencias del mercado, la inflación, y el crecimiento del sector al que pertenece la entidad.
- Se calcula el valor del fondo de maniobra o capital de trabajo, el cual consiste en el monto con el que cuenta la organización para afrontar sus deudas en el corto plazo, garantizando su liquidez y solvencia.
- Se elabora el flujo de caja descontado FCD, por medio del que se diferencien los flujos de actividades operativas, de inversión y de financiamiento.

- Se calcula la tasa de descuento para establecer el CPPC o WACC, aplicando la fórmula que tendrá como resultado la tasa de retorno esperada de los activos, así como los riesgos (riesgo país, inflación, tasas de interés y riesgo no sistemático):

$$WACC = K_e * \left(\frac{E}{D+E} \right) + K_d * (1 - tc) * \left(\frac{D}{D+E} \right) \quad (1)$$

- WACC = Costo promedio ponderado de capital
- E = Valor de mercado del capital propio (equity)
- D = Valor de mercado de la deuda
- D + E = Valor total de la empresa
- Ke = Costo del capital propio
- Kd = Costo de la deuda antes de impuestos
- tc = Tasa impositiva aplicable a la empresa

En donde, el costo de la deuda (Kd) proviene de la información del Banco Central específicamente en lo que respecta a las tasas activas de interés. La variable tc se refiere a las tasas impositivas o impositivas tales como el 25% de impuesto a la renta y el 15% de participación a los trabajadores.

- Posteriormente, se calculan los valores de flujos futuros a valor presente, con la siguiente fórmula:

$$\text{Valor presente del valor residual} = \frac{FEL(t) * (1 + g)}{k - g} \quad (2)$$

- $FEL(t)$ = Flujo de caja libre del último año proyectado (t)
- g = Tasa de crecimiento perpetua esperada del flujo de caja
- k = Tasa de descuento (WACC si se trata de empresa valuada en su totalidad)
- Finalmente, se aplica la fórmula del valor de la empresa (VE), considerando que para la variable k se aplicó el costo promedio ponderado de capital:

$$VE = \frac{FC_1}{(1+k)} + \frac{FC_2}{(1+k)^2} + \frac{FC_3}{(1+k)^3} + \frac{FC_4}{(1+k)^4} + \frac{FC_5+VR}{(1+k)^5} \quad (3)$$

- VE = Valor de la empresa

- $FC(1,2,3 \dots t)$ = flujo de caja generado en cada periodo
- k = tasa de descuento.
- VR = Valor residual obtenido de flujos permanentes.

Esta fórmula permite descontar los flujos de efectivo futuros de los cinco años al valor presente, por medio de la tasa de descuento (k), dividiendo el valor para $(1+k)$, el cual se eleva a la potencia de acuerdo con el período. Sin embargo, el último flujo del año 5 suma el valor residual (VR), descontados a su valor presente. El resultado será el valor actual de los flujos de efectivo proyectados, ajustado al costo de oportunidad del capital o tasa de descuento.

3.3.1. Análisis financiero

De acuerdo con Yáñez (2022) el análisis financiero es un procedimiento por medio del cual se comparan y estudian las relaciones existentes entre los grupos de cuentas del estado de situación financiera y el estado de resultados, observando las variaciones y cambios que se presentan por las operaciones de la compañía. En este sentido, se puede determinar que permite tener un diagnóstico de la empresa, puesto que se puede definir cómo se encuentran en el momento actual y cómo se proyecta en el futuro en cuanto a su capacidad, competitividad, toma de decisiones y planes de acción, considerando las oportunidades y amenazas del entorno.

El análisis financiero involucra:

- Análisis vertical: se comparan las cuentas del estado de situación financiera teniendo como base el total de activos, obteniendo una relación. En el estado de resultados, se considera como base el total de ingresos, presentando a los costos, gastos y utilidades o pérdidas como un porcentaje de las ventas. De esta manera, se identifican los recursos, obligaciones y los resultados obtenidos en cada período.
- Análisis horizontal: Compara los estados financieros entre períodos con la finalidad de definir las variaciones de cada cuenta, a fin de identificar las tendencias de crecimiento o decrecimiento para la detección de comportamientos inusuales en la empresa.

Ratios financieros. Según Gitman y Zutter (2012) señalaron que los indicadores financieros resultan de la relación que tienen dos o más cuentas de los estados financieros ya sean del estado de situación financiera, estado de resultados o del flujo de efectivo. Es decir, estos transforman los datos absolutos en relativos permitiendo evaluar la liquidez de la entidad, establecer su estructura de capital y nivel de endeudamiento o medir los niveles de rentabilidad. Estos indicadores son expresados por medio de números o porcentajes y se clasifican en

categorías como liquidez, endeudamiento, rentabilidad, eficiencia y de mercado. A continuación, se explican algunos:

- Apalancamiento financiero: Evalúa el riesgo financiero y la estructura de capital de la empresa (Gitman & Zutter, 2012).

$$\text{Endeudamiento total: } \frac{\text{Pasivo total}}{\text{Activo total}} \quad (4)$$

$$\text{Razón de deuda sobre patrimonio: } \frac{\text{Pasivo total}}{\text{Patrimonio neto}} \quad (5)$$

$$\text{Cobertura de intereses: } \frac{\text{Utilidad operativa (EBIT)}}{\text{Gastos por intereses}} \quad (6)$$

EBIT = Utilidad antes de impuestos.

- Rentabilidad: Se encargan de medir la capacidad que tiene la entidad para generar beneficios en función a los recursos disponibles (Ross et al., 2024). Algunos de ellos son:

$$\text{Margen de utilidad bruta} = \frac{\text{Ventas} - \text{Costos de los bienes vendidos}}{\text{Ventas}} = \frac{\text{Utilidad Bruta}}{\text{Ventas}} \quad (7)$$

El margen de utilidad bruta se refiere al porcentaje de ganancia que queda por cada dólar de ventas luego del pago de los costos asociados.

$$\text{Margen sobre ventas} = \frac{\text{Beneficios antes de gastos financieros e impuestos o Utilidad Operacional}}{\text{Ventas Netas}} \quad (8)$$

El margen operacional muestra la eficiencia de la organización para gestionar sus operaciones; en donde, representa qué parte de cada unidad vendida forma parte del beneficio, luego de pagar costos y gastos.

$$\text{Margen de utilidad neta} = \frac{\text{Ganancia disponibles para los accionistas comunes}}{\text{Ventas}} \quad (9)$$

El margen de utilidad neta mide el porcentaje que queda de las ventas luego de deducirse los costos, gastos, intereses, impuestos y dividendos.

$$\text{Rentabilidad sobre activos (ROA): } \frac{\text{Utilidad neta}}{\text{Activo total}} \quad (10)$$

El ROA mide la capacidad de la empresa para generar utilidades a partir de sus activos. Esto quiere decir, el nivel de eficiencia en el uso de sus recursos.

Rentabilidad sobre patrimonio (ROE): $\text{Utilidad neta} / \text{Patrimonio neto}$ (11)

El ROE mide la rentabilidad obtenida por los accionistas sobre el capital invertido en la empresa. Es decir, el porcentaje de beneficio obtenido por cada dólar de patrimonio neto.

- Eficiencia o Gestión: Evalúan la utilización de los activos y los recursos en las operaciones empresariales.

Rotación de inventarios: $\text{Costo de ventas} / \text{Inventario promedio}$ (12)

La rotación de inventarios permite conocer cuántas veces se realiza el inventario en un período de tiempo. Es decir, cuántas veces se ha vendido.

Rotación de cuentas por cobrar: $\text{Ventas a crédito} / \text{Cuentas por cobrar promedio}$ (13)

La rotación de cuentas por cobrar la eficiencia de la empresa en la gestión de sus créditos, por medio de las veces en las que se efectiviza la cobranza.

Rotación de activos totales: $\text{Ventas netas} / \text{Activo total}$ (14)

La rotación de activos totales mide la eficiencia de la empresa para utilizar sus recursos y generar ingresos (Gitman & Zutter, 2012)

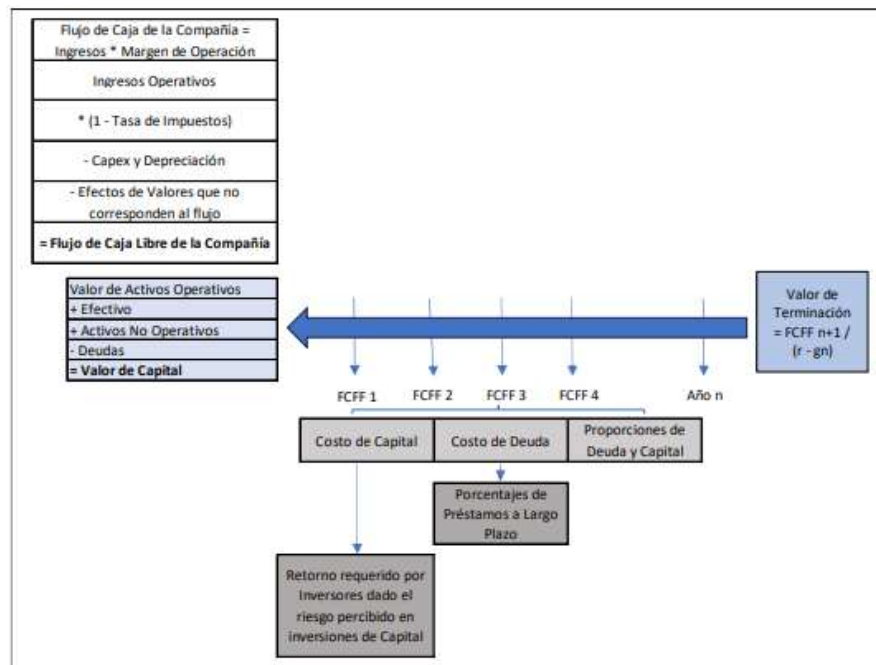
3.3.2. Método de valoración de empresas por flujos de caja descontados

La elección del método de Flujos de Caja Descontados (FCD) se justifica tanto desde la perspectiva académica como la técnica. El FCD es el único método que se alinea con el enfoque cuantitativo de esta investigación, permitiendo la aplicación directa de la Teoría del Valor Intrínseco, técnicamente, el FCD es superior para el objetivo de la tesis porque:

- Permite la estimación del valor basada en la capacidad futura de generación de efectivo.
- Su componente principal, la Tasa de Descuento (WACC), incorpora directamente el riesgo de la Estructura de Capital (apalancamiento), que es el punto central del problema de investigación (Capítulo I).

De acuerdo con Serrano et al. (1986) el método de valoración de empresas por flujos de caja descontados es utilizado para calcular el valor de la entidad, considerando los costos asociados, equivalente a la compra sin pasivos, lo que se traduce en un impacto positivo para la valorización de la empresa y pago de dividendos; y, por otro lado, tiene un impacto negativo en el conjunto de oportunidades de inversión (Dewi et al., 2019). En este sentido, Ottosson y Weissenrieder (1996) propusieron un modelo para medir el desempeño financiero de manera histórica a través del flujo de efectivo descontado para demostrar la realidad empresarial. Lee et al. (2020), sugirieron que esta técnica de valoración estima los beneficios de una inversión o proyecto, involucrando el valor del dinero a través del tiempo.

Figura 3.3.1 – Método de valoración por flujos descontados



Fuente: Damodaran (2012)

Entonces, el análisis de flujos de caja descontados considera la tasa de descuento como base para el cálculo del descuento, lo que traerá los flujos a valor presente. Cabe destacar que la tasa de descuento incluye el costo de las inversiones con alto nivel de riesgo. En cambio, el valor presente neto o VPN, resulta de la diferencia entre el valor presente de las entradas y salidas de efectivo en un período de tiempo, en función del escenario de uso y la tasa de descuento para determinar la rentabilidad.

En este método, los flujos de caja libre se modelan en un horizonte de planificación determinado y luego se descuentan al valor presente, siendo sensibles a la tasa de descuento

(Damodaran, 2012). Los parámetros de valoración se dan por las proyecciones a largo plazo, modelando los números, factores de la industria y tendencias macroeconómicas. Sin embargo, cuando se trata de la definición de la tasa de descuento para descontar los flujos de la empresa (en su parte operativa) dentro de una valoración empresarial por el método de FCD, se debe tener claro el concepto de costo de capital. Precisamente, esta tasa es calculada como el promedio ponderado entre el costo de la deuda (k_b) y la rentabilidad exigida por los accionistas, o también llamado costo patrimonial (k_p) (WACC).

Chen (2021), citó a Modigliani y Miller (1958) señalando que el Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC) tiene un papel crucial en la estructura de capitales y en la valoración de los activos. Esta tasa de descuento corresponde al porcentaje de descuento de los flujos de caja libre totales, a fin de conseguir el valor de una empresa a nivel operativo, con deuda financiera, y que los impuestos asociados al interés de la deuda se incluyan en la tasa de descuento y no en los flujos de caja de la empresa (Damodaran, 2012).

Cuando se aplica este método de valoración, se debe adicionar los activos prescindibles, ajustando el exceso o déficit de capital de trabajo. En cuanto a la valoración del patrimonio, se debe restar al valor completo de la empresa, el valor presente de la deuda financiera al momento de la valoración (Maquieira & Espinosa, 2019).

Si la entidad se encuentra 100% financiada con su patrimonio, la valoración de la empresa en su parte operativa se realiza descontando los flujos de caja totales (los mismos anteriormente descritos), a una tasa de costo de capital sin deuda, también referida como tasa de rentabilidad a exigir al negocio (dado su nivel de riesgo).

Comúnmente, la alta dirección ajusta los flujos de efectivo según criterios conservadores incorporando incertidumbres. Esto implica modificar los riesgos y evaluar sus equivalentes. Jafarizadeh y Bratvold (2021) mencionaron que esta práctica permite explicar las desviaciones.

CAPÍTULO IV

4. ANÁLISIS FINANCIERO DE LA EMPRESA TRAVEL RETAIL

Uno de los conceptos claves de la valoración financiera empresarial, es la determinación del panorama externo que enfrenta la compañía en análisis, a fin de identificar si su comportamiento económico y financiero está influenciado por aspectos incontrolables para sus directivos. A nivel general la economía ecuatoriana presenta un gran desafío al momento de estabilizarse como territorio de inversión, siendo aspectos clave la afectación de la dolarización, las decisiones políticas y el panorama que enfrenta cada sector para obtener una rentabilidad y sostenibilidad en el mediano y largo plazo.

Dentro del presente apartado del capítulo IV de la investigación en desarrollo, se expone un análisis completo, con características económicas y financieras, de manera que los futuros inversores e interesados en la participación accionaria de la empresa Travel Retail S.A., dispongan de una visibilidad sobre la probabilidad de obtener un rendimiento sostenible en el corto y mediano plazo. El primer elemento de análisis es el entorno económico que se expone a continuación:

4.1. ANÁLISIS DEL ENTORNO ECONÓMICO

El valor de una empresa está directamente influenciado por factores macroeconómicos, sectoriales y nacionales que afectan sus flujos de caja futuros y la percepción de riesgo de los inversionistas (Damodaran, 2012). Por ello, se presenta un análisis resumido del entorno económico relevante para Travel Retail S.A., considerando el contexto mundial, regional, ecuatoriano y sectorial.

4.1.1. Entorno macroeconómico

Según el Banco Mundial (2025), la economía mundial ha experimentado un crecimiento moderado en los últimos años, con un incremento del PIB global de 2,8 % en 2024 respecto al año anterior, mientras que se proyecta un crecimiento de 2,3 % para 2025 y de 2,6 % para 2027. La desaceleración de economías avanzadas, junto con la volatilidad en mercados emergentes, puede afectar la demanda de productos importados y la inversión extranjera directa en Ecuador, influyendo en los ingresos proyectados y en la estimación del costo de capital de Travel Retail S.A.

Tabla 4.1.1 – Crecimiento proyectado del PIB mundial (2024-2027)

Año	Mundo	Economías avanzadas	Mercados emergentes
2024	2,8 %	1,7 %	4,2 %
2025	2,3 %	1,2 %	3,8 %
2026	2,4 %	1,4 %	3,8 %
2027	2,6 %	1,5 %	3,9 %

Fuente: Banco Mundial (2025)

Para Travel Retail S.A., este escenario implica que los flujos de caja futuros podrían verse afectados por variaciones en la demanda de productos importados y por cambios en los costos financieros asociados al capital extranjero. La empresa debe considerar estas variables al calcular su valor mediante el método de flujos de caja descontados (DCF), ajustando los pronósticos de ingresos y costos por riesgo país y condiciones macroeconómicas internacionales.

4.1.2. Entorno regional y ecuatoriano

América Latina y el Caribe presentan un crecimiento promedio proyectado de 2,5 % para 2025, con variaciones entre países como Brasil 2,3 %, México 1,5 % y Argentina 4,5 % (Banco Mundial, 2024). En Ecuador, el PIB alcanzó 124,7 miles de millones de dólares en 2024, con un crecimiento moderado respecto al año anterior del 1%, la inflación se mantuvo estable en 2,89 % y el riesgo país presentó un promedio de 1.250 puntos (Banco Central del Ecuador, 2025).

Para Travel Retail S.A., operar en Ecuador dentro de un contexto regional con crecimiento desigual implica la necesidad de planificar cuidadosamente sus estrategias de inversión y expansión. Los riesgos macroeconómicos regionales pueden impactar la liquidez y la rentabilidad proyectadas, afectando la estimación del valor de la empresa.

4.1.3. Entorno sectorial

De acuerdo con la información sobre la actividad adscrita en la constitución de la compañía Travel Retail S.A., esta pertenece al sector comercio al por mayor y por menor, clasificado bajo G4690.00 según el CIIU, que según informes económicos publicados por la Superintendencia de Compañías Valores y Seguros (2025) representa un componente. La categoría G4690 concentra mayormente microempresas en número, pero las grandes empresas concentran la mayor parte de los ingresos y activos.

Tabla 4.1.2 – Indicadores clave del sector G4690 (2024)

Indicador	Valor
Ingresos totales	2.808 millones USD
Activos totales	2.173 millones USD
Patrimonio promedio	715 mil USD
ROA promedio	4 %
ROE promedio	11 %

Fuente: Superintendencia de Compañías Valores y Seguros (2025)

El crecimiento económico moderado y la estabilidad de precios proporcionan un entorno relativamente favorable para la operación de Travel Retail S.A. Sin embargo, la exposición a riesgos políticos, climáticos y cambios en la política monetaria requiere que los flujos de caja futuros sean proyectados conservadoramente, considerando escenarios pesimistas y optimistas, para estimar de manera realista el valor de la empresa.

4.2. ANÁLISIS DE LA EMPRESA Y COMPETENCIA

La empresa Travel Retail S.A fue constituida el 26 de agosto del año 2004, en Guayaquil en la avenida de las Américas en el nuevo aeropuerto de la misma ciudad. Se ha registrado bajo la actividad CIIU G4690.00 descrito como venta al por mayor de diversos productos sin especialización como única categoría comercial, en cuanto al capital suscrito se presenta un monto de \$ 400.800, con un capital autorizado de \$ 801.600,00 dólares con un valor nominal de las acciones en 1000 dólares (Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, 2025).

A nivel comercial es un operador duty free o tienda libre de impuestos, siendo actualmente un contribuyente activo bajo el criterio de personería jurídica, obligado a llevar contabilidad bajo la categoría de contribuyente especial (Tapia, Lema, Urbina, & Rodríguez, 2024). Entre sus pilares corporativos a continuación se muestra la misión, visión, y valores institucionales que lleva consigo en sus actividades operativas

4.2.1. Misión

Ofrecer a sus clientes una experiencia única en compras libres de impuestos, combinando calidad, exclusividad y servicio de atención única, con una alta gama de productos a través de un ambiente seguro, cómodo y con personal altamente eficiente.

4.2.2. *Visión*

Convertir a la tienda duty-free como un referente en el Ecuador en temas de atención personalidad y satisfacción de las perspectivas del cliente, caracterizado por una compra exclusiva, innovadora y con productos de posicionamiento en percha mundial.

4.2.3. *Valores*

Entre los valores corporativos establecidos por los directivos que a su vez compaginan con la experiencia del cliente, se puede referenciar los siguientes argumentos:

- **Calidad:** La necesidad de un entorno que exponga el catálogo de productos ofertados por la empresa contribuye directamente a la necesidad de mantener un sitio impecable y que cubra las necesidades de los clientes, siendo la calidad uno de los elementos clave para gestionar este tipo de actividades económicas.
- **Servicio al cliente:** La propuesta de ofertar un servicio ágil sin que represente grandes filas o tiempo muerto para el cliente es relevante para la empresa, más aún si la estancia del usuario en el aeropuerto es muy limitada.
- **Integridad:** La importancia de transparentar precios y hacer visible las ofertas a los clientes, demuestra que el usuario puede adquirir un producto sin la necesidad de pagar mucho más por un artículo en cualquier tienda.
- **Innovación:** El equipo de la empresa tiene la tarea de identificar y proponer mejoras en favor de la experiencia del cliente, porque la competencia es homogénea y la diferenciación del mercado no necesariamente en el producto sino por la experiencia directa y la fidelización del cliente a futuro.

4.2.4. *Clientes*

La rama de clientes constituye directamente consumidores finales, es decir viajeros que por ciertas circunstancias visitan el aeropuerto y tienen la necesidad de adquirir productos que empatizan con sus preferencias. Al ser una tienda de paso y depender del tráfico del aeropuerto, la oportunidad de ofrecer productos radica en la atención y experiencia que tenga directamente el usuario que es atendido.

4.2.5. *Competencia*

Attenza Duty Free cuya razón social es Attenza DF Ecuador S.A.S., constituye una subsidiaria del grupo panameño Motta Internacional, opera en el sector “duty free” en la ciudad

de Quito, ofreciendo tiendas libres de impuestos en áreas de salidas y llegadas internacionales (Motta Internacional, 2024). La propuesta de valor de Attenza se basa en la experiencia del viajero internacional, integrando una amplia variedad de productos de alta gama como perfumes, cosméticos, bebidas alcohólicas, relojería, electrónicos, maletas, accesorios de lujo y servicios modernos como reservas online y programas de fidelización.

Entre los elementos diferenciadores de Attenza destaca el diseño de tiendas tipo “walk-through”, ubicadas de modo que los pasajeros deban pasar por ellas obligatoriamente antes del embarque, lo que incrementa la exposición y el potencial de ventas. Además, los locales en Quito han sido renovados para mejorar la experiencia del usuario en zonas de arribos internacionales (Quiport, 2016).

Las ventajas competitivas incluyen su presencia regional en múltiples aeropuertos latinoamericanos, una estructura logística internacional y respaldo corporativo que le permiten acceder a mejores condiciones comerciales con marcas globales y mantener un portafolio diverso. Sin embargo, también enfrenta retos importantes como altos costos operativos, dependencia del tráfico aéreo internacional y exposición a regulaciones aduaneras y arancelarias que pueden afectar la rentabilidad.

Tabla 4.2.1 – Indicadores financieros Attenza DF Ecuador S.A.S

Tipo	Indicador	2022	2023	2024
Liquidez	Razón Corriente	0,77	1,00	0,97
Liquidez	Prueba ácida	0,16	0,20	0,19
Apalancamiento	Deuda a capital de accionistas	-5,94	23,10	17,71
Apalancamiento	Deuda a total de activos	1,20	0,96	0,95
Cobertura	Cobertura de interés	65,34%	272,64%	411,04%
Actividad	Rotación de cuentas por cobrar	4487	3204	17634
Actividad	Rotación de cuentas por cobrar (en días)	0	0	0
Actividad	Rotación de cuentas por pagar	2,09	29,70	37,91
Actividad	Rotación de cuentas por pagar (en días)	174	12	10
Actividad	Rotación del inventario	2,86	2,29	2,78
Actividad	Rotación del inventario (en días)	128	159	131
Actividad	Rotación activos totales	2,52	2,60	3,20
Rentabilidad	Margen de ganancias netas	-6,14%	1,15%	0,55%
Rentabilidad	Margen de ganancias brutas	41,44%	45,76%	43,02%
Rentabilidad	Rendimiento sobre la inversión (ROA)	-15,30%	2,08%	1,04%
Rentabilidad	Rendimiento sobre el capital (ROE)	75,66%	50,08%	19,39%

Fuente: Superintendencia de Compañías Valores y Seguros (2025)

Finalmente, aunque es un competidor relevante para Travel Retail S.A., porque pese a que su operación se localiza en Quito y no invade directamente la ubicación de la empresa, lo que limita su impacto directo en la base de clientes de tu compañía; su innovación y diferenciación ofrecen un referente competitivo clave para el análisis estratégico del presente caso.

Liquidez:

La empresa muestra una mejora gradual en su liquidez entre 2022 y 2024, la razón corriente pasó de 0,77 en 2022 a 1,00 en 2023, alcanzando el umbral de equilibrio, y se mantuvo en 0,97 en 2024. Sin embargo, la prueba ácida se mantiene baja 0,16 – 0,20, indicando una fuerte dependencia del inventario para cumplir obligaciones a corto plazo, lo que representa un riesgo si las ventas se desaceleran.

Apalancamiento:

El apalancamiento financiero mejora significativamente, la razón deuda/capital de accionistas pasó de negativo -5,94 en 2022 a 23,10 en 2023 y 17,71 en 2024, reflejando recuperación patrimonial. La deuda sobre activos totales se reduce ligeramente 1,20 → 0,95, pero sigue siendo alta, lo que limita la flexibilidad financiera.

Cobertura de intereses:

La cobertura de intereses presenta un avance notable: de 65,34% en 2022 a 272,64% en 2023 y 411,04% en 2024, mostrando que las utilidades operativas cubren ampliamente los gastos financieros y fortalecen el perfil crediticio.

Gestión operativa:

- Cuentas por cobrar: La rotación es extremadamente alta, indicando ventas cobradas inmediatamente, típico del modelo duty-free.
- Cuentas por pagar: Se reducen los plazos de pago de 174 días en 2022 a 10–12 días en 2023–2024, reflejando una política más agresiva de pago.
- Inventario: La rotación varía entre 128 y 159 días, adecuada para productos de alto valor unitario.
- Rotación de activos totales: Mejora de 2,52 en 2022 a 3,20 en 2024, evidenciando uso más eficiente de los recursos.

Rentabilidad:

Tras un año negativo en 2022, el margen de utilidad neta pasa de -6,14% a 1,15% en 2023 y 0,55% en 2024. La utilidad bruta se mantiene sólida 41%–46%, pero los gastos operativos y financieros reducen la rentabilidad neta, el ROA mejora de -15,30% en 2022 a 1,04% en 2024, mientras que el ROE, afectado inicialmente por patrimonio negativo, se estabiliza en 19,39% en 2024.

En cuanto a la conclusión del competidor, Attenza muestra mejoras claras en liquidez, apalancamiento, cobertura de intereses y eficiencia operativa, pero aún enfrenta desafíos en rentabilidad neta y dependencia de inventarios para cumplir obligaciones a corto plazo. Su desempeño financiero es estable, aunque requiere atención en costos operativos y gestión de capital de trabajo para garantizar sostenibilidad futura.

4.3. ANÁLISIS FODA DE LA EMPRESA

De acuerdo con una revisión general sobre la situación de Travel Retail S.A. frente al comportamiento del mercado en análisis, se muestran a continuación los siguientes aspectos de destacan la forma de trabajar frente a las tendencias controlables e incontrolables del mercado.

Tabla 4.3.1 – Fortalezas y oportunidades en Travel Retail S.A.

Fortalezas	Oportunidades
<ul style="list-style-type: none">• Ubicación estratégica en aeropuertos internacionales.	<ul style="list-style-type: none">• Crecimiento del tráfico aéreo internacional en Ecuador.
<ul style="list-style-type: none">• Experiencia consolidada en el negocio duty free.	<ul style="list-style-type: none">• Tendencia global al incremento de compras de lujo en aeropuertos.
<ul style="list-style-type: none">• Portafolio de productos diversificado y atractivo.	<ul style="list-style-type: none">• Expansión de canales digitales (Reserve & Collect).
<ul style="list-style-type: none">• Relaciones comerciales con marcas internacionales.	<ul style="list-style-type: none">• Posibilidad de alianzas estratégicas con aerolíneas y marcas globales.

Tabla 4.3.2 – Debilidades y amenazas en Travel Retail S.A.

Debilidades	Amenazas
• Alta dependencia del entorno aeroportuario.	• Competencia directa de operadores internacionales.
• Poca presencia de marca a nivel nacional.	• Cambios en normativas aduaneras y concesiones aeroportuarias.
• Relación limitada con el cliente final (bajo historial del consumidor).	• Alta exposición a eventos externos (pandemias, crisis económicas).
• Falta de enfoque multilingüe en la experiencia de compra.	• Cambios en los hábitos de consumo del viajero.

4.4. ANÁLISIS DE LA EVOLUCIÓN DE LOS ESTADOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA TRAVEL RETAIL 2022 – 2024

4.4.1. Análisis horizontal de Travel Retail

Uno de los conceptos claves para definir el comportamiento de Travel Retail S.A. es la necesidad de mostrar cuales han sido las tendencias frente a los años 2022 al 2024, por ello a continuación se muestra un análisis en segmentado en activos, pasivos y patrimonio:

Entre los años 2022 y 2024, el activo total de Travel Retail S.A. mostró una tendencia creciente. En 2023, el activo creció un 7,09%, pasando de \$6.997.610 a \$7.493.905. Este crecimiento moderado sugiere una expansión controlada en la estructura operativa o una reinversión de utilidades. Sin embargo, en 2024 se observa un salto importante del 48,54%, alcanzando \$11.131.604. Este incremento significativo puede estar relacionado con inversiones más agresivas en activos fijos, mayor inventario o expansión de operaciones, lo cual implica una apuesta de crecimiento por parte de la empresa.

En cuanto al pasivo, su evolución fue más acelerada que la del activo en 2023, el pasivo creció apenas un 1,21% respecto al año anterior, subiendo de \$6.083.551 a \$6.157.473. esta leve variación indicaba una estabilidad financiera y control del endeudamiento. No obstante, en 2024 se observa un incremento abrupto del 65,28%, llegando a \$10.178.635, este

fuerte aumento implica que gran parte del crecimiento de los activos en ese año fue financiado mediante deuda, lo que representa una estrategia de apalancamiento considerable.

El patrimonio, por su parte, tuvo un comportamiento irregular, en 2023 creció un 46,26%, pasando de \$914.059 a \$1.336.432, lo que puede interpretarse como una mejora en los resultados acumulados o un fortalecimiento del capital propio. Sin embargo, en 2024 el patrimonio disminuyó en un 28,71%, bajando a \$952.969, esta caída puede deberse a pérdidas generadas en el ejercicio, distribución de utilidades o ajustes contables, lo que resulta preocupante si se compara con el aumento simultáneo del pasivo.

En cuanto al comportamiento de las cuentas de ingresos y gastos, estas se presentan a continuación:

Tabla 4.4.1 - *Comportamiento del estado de resultados análisis horizontal 2022 - 2024*

CUENTA	2022	2023	2024	Var 2023 - 2022	Var 2024 - 2023
Ingresos de actividades ordinarias	21.465.366,10	23.828.604,12	26.736.839,44	11,01%	12,20%
Ganancia bruta	9.378.694,07	10.467.404,07	12.444.671,69	11,61%	18,89%
Otros ingresos	24.522,36	4.989.926,56	19.446,79	20248,48 %	-99,61%
Costo de ventas y producción	12.086.672,03	13.361.200,05	14.292.167,75	10,54%	6,97%
Gastos	8.617.089,94	14.636.608,94	12.538.523,66	69,86%	-14,33%
Ganancia (pérdida) antes de 15% a trabajadores e impuesto a la renta de operaciones continuadas	786.126,49	820.721,69	-74.405,18	4,40%	-109,07%
15% participación trabajadores	117.919,06	123.108,24	-	4,40%	-100,00%
Ganancia (pérdida) antes de impuestos	668.207,43	697.613,45	-74.405,18	4,40%	-110,67%
Impuesto a la renta causado 15% participación trabajadores	231.852,99	287.496,96	365.269,52	24,00%	27,05%
	-	123.108,24	-	0,00%	-100,00%
Impuesto a la renta causado	-	287.496,96	365.269,52	0,00%	27,05%
Ganancia (pérdida) neta del periodo	438.665,39	421.468,92	-407.075,98	-3,92%	-196,59%

4.4.2. Análisis vertical de Travel Retail

Con referencia a los datos obtenidos sobre la participación del apalancamiento en función a los activos, estos se presentan a continuación

En 2022, el total del activo de Travel Retail S.A. fue de \$6.997.610, el cual se financió en su mayoría a través de pasivos, el pasivo representó el 86,96% del total del activo, lo que muestra una fuerte dependencia de financiamiento externo. Por su parte, el patrimonio solo constituyó el 13,04%, lo cual revela una estructura financiera altamente apalancada y con bajo respaldo propio, esta composición puede ser riesgosa si la empresa no logra generar una rentabilidad suficiente para cubrir sus obligaciones.

En el año 2023, el activo total aumentó a \$7.493.905, la proporción de pasivos bajó ligeramente, representando el 82,18% del total del activo, mientras que el patrimonio mejoró hasta alcanzar el 17,82%, esta variación sugiere un leve fortalecimiento en la estructura patrimonial de la empresa, ya sea por utilidades retenidas o por aporte de los socios. Aunque el apalancamiento sigue siendo alto, la mejora en la participación del patrimonio representa un avance hacia una mayor estabilidad financiera.

En 2024, el activo total de Travel Retail S.A. creció considerablemente, alcanzando los \$11.131.604, sin embargo, esta expansión estuvo principalmente financiada por deuda, ya que el pasivo representó el 91,41% del total del activo, el nivel más alto en los tres años analizados, el patrimonio, en contraste, disminuyó su participación al 8,59%, marcando un deterioro significativo en la estructura financiera. Esta situación evidencia una dependencia crítica del financiamiento externo y una debilidad en el capital propio, lo que incrementa los riesgos financieros de la empresa ante posibles cambios del entorno económico o caídas en la rentabilidad.

Con referencia a la participación de las cuentas de resultados, estas se muestran a continuación:

Tabla 4.4.2 – Comportamiento del estado de resultados análisis vertical 2022 - 2024

CUENTA	2022 Part %	2023 Part %	2024 Part %
Ingresos de actividades ordinarias	100,0%	100,0%	100,0%
Ganancia bruta	43,7%	43,9%	46,5%

Otros ingresos	0,1%	20,9%	0,1%
Costo de ventas y producción	56,3%	56,1%	53,5%
Gastos	40,1%	61,4%	46,9%
Ganancia (pérdida) antes de 15% a trabajadores e impuesto a la renta de operaciones continuadas	3,7%	3,4%	-0,3%
15% participación trabajadores	0,5%	0,5%	0,0%
Ganancia (pérdida) antes de impuestos	3,1%	2,9%	-0,3%
Impuesto a la renta causado	1,1%	1,2%	1,4%
15% participación trabajadores	0,0%	0,5%	0,0%
Impuesto a la renta causado	0,0%	1,2%	1,4%
Ganancia (pérdida) neta del periodo	2,0%	1,8%	-1,5%

4.4.3. *Análisis de ratios financieros 2022 – 2024*

Travel Retail S.A., ha mostrado un comportamiento financiero mixto durante el período 2022 a 2024, si bien algunos indicadores reflejan mejoras significativas en la eficiencia operativa y en la gestión de liquidez, también se observan señales de deterioro en la rentabilidad y en la estructura de capital durante el último año. Este análisis desglosa los principales indicadores financieros de la empresa agrupados en cinco áreas clave: liquidez, apalancamiento, cobertura, actividad y rentabilidad, para ofrecer una visión integral de su desempeño financiero y sus posibles implicaciones estratégicas.

Con referencia a la exposición de los indicadores de liquidez de Travel Retail entre los años 2022 al 2024, se presentan los siguientes:

Tabla 4.4.3 – *Comportamiento de los indicadores de liquidez Travel Retail S.A, 2022 - 2024*

Indicador	2022	2023	2024
Razón Corriente	1,11	3,60	2,46
Prueba ácida	0,48	1,37	1,28

Los indicadores de liquidez de Travel Retail S.A. reflejan una posición sólida, especialmente en los años 2023 y 2024, la razón corriente pasa de 1,11 en 2022 a un impresionante 3,60 en 2023, para luego ajustarse a 2,46 en 2024, estos valores indican que la empresa ha tenido un excedente importante de activos corrientes para cubrir sus pasivos de corto plazo, lo cual le otorga una holgada capacidad para afrontar obligaciones inmediatas.

Asimismo, la prueba ácida, que excluye inventarios y mide la liquidez más estricta, también muestra un crecimiento notable: sube de 0,48 en 2022 a 1,37 en 2023 y se mantiene sólida en 2024 con 1,28, este comportamiento sugiere que la empresa ha fortalecido su liquidez operativa, disminuyendo su dependencia del inventario y mejorando su gestión de efectivo y cuentas por cobrar.

En cuanto al manejo de su apalancamiento o endeudamiento los directivos han mostrado el siguiente comportamiento de compromiso de deuda:

Tabla 4.4.4 - *Comportamiento de los indicadores de apalancamiento Travel Retail S.A, 2022 - 2024*

Indicador	2022	2023	2024
Deuda a capital de accionistas	6,66	4,61	10,68
Deuda a total de activos	0,87	0,82	0,91

Los indicadores de apalancamiento muestran una situación más riesgosa y volátil que conlleva las decisiones de contratación de obligaciones, la relación deuda a capital de los accionistas se mantiene elevada durante los tres años, con un pico preocupante en 2024 de 10,68, tras una leve mejora en 2023 4,61, esto indica que, por cada dólar de capital propio, la empresa tiene más de diez dólares en deuda, lo que incrementa significativamente su exposición al riesgo financiero. La deuda sobre activos totales, aunque más estable, también se encuentra en niveles altos: 0,87 en 2022, bajando a 0,82 en 2023 y subiendo nuevamente a 0,91 en 2024, esto revela que la mayoría de los activos están financiados con deuda, lo cual puede comprometer la sostenibilidad financiera de la empresa si no se generan suficientes ingresos operativos para cubrir las obligaciones.

Tabla 4.4.5 – *Comportamiento de los indicadores de cobertura Travel Retail S.A, 2022 – 2024*

Indicador	2022	2023	2024
Cobertura de interés	152,78%	158,55%	-760,55%

La cobertura de intereses es otro aspecto que merece atención, esto debido a que en los años 2022 y 2023, los indicadores eran positivos y estables, con una cobertura del 152,78% y 158,55% respectivamente, lo que indicaba que la empresa generaba utilidades operativas

suficientes para cubrir sus gastos financieros. Sin embargo, en 2024 esta relación cae drásticamente a -760,55%, reflejando una pérdida operativa o una fuerte caída de ingresos que no solo impide cubrir los intereses, sino que evidencia una situación crítica. Este resultado puede ser indicio de problemas estructurales en la rentabilidad o de un incremento importante en los costos financieros que la empresa no ha podido absorber.

Tabla 4.4.6 – *Comportamiento de los indicadores de actividad Travel Retail S.A, 2022 - 2024*

Indicador	2022	2023	2024
Rotación de cuentas por cobrar	38,95	72,81	142,89
Rotación de cuentas por cobrar (en días)	9	5	3
Rotación de cuentas por pagar	3,07	16,52	15,95
Rotación de cuentas por pagar (en días)	119	22	23
Rotación del inventario	3,27	3,18	3,39
Rotación del inventario (en días)	112	115	108
Rotación activos totales	3,07	3,18	2,40

En cuanto a la eficiencia operativa, los indicadores de actividad muestran un desempeño muy eficiente, la rotación de cuentas por cobrar mejora constantemente, pasando de 38,95 veces en 2022 a 142,89 en 2024, con plazos de cobro extremadamente cortos: apenas 9 días en 2022, 5 días en 2023 y solo 3 días en 2024. Esto implica que la empresa cobra rápidamente sus ventas, lo que mejora su liquidez y reduce el riesgo de cuentas incobrables.

Por su parte, la rotación de cuentas por pagar también muestra una mejora operativa, reduciendo los días promedio de pago de 119 días en 2022 a 22 y 23 días en 2023 y 2024 respectivamente. Este comportamiento sugiere que Travel Retail ha fortalecido su posición ante proveedores o ha optado por políticas de pago más rápidas, posiblemente para acceder a mejores condiciones comerciales.

La rotación de inventario se mantiene relativamente constante, con una leve mejora: de 3,27 veces en 2022 a 3,39 en 2024, lo que equivale a mantener el inventario en promedio entre 108 y 115 días, este nivel de rotación es razonable para una empresa de retail que maneja productos de alto valor como perfumes, electrónicos y bebidas premium. Finalmente, la rotación de activos totales muestra un ligero descenso en 2024 de 2,40 frente a 3,18 en el año 2023, lo que puede sugerir una caída en la eficiencia general del uso de los activos para generar

ingresos, posiblemente como resultado de menores ventas o mayor inversión en activos sin retorno inmediato.

Finalmente, en cuanto al comportamiento de los indicadores de rentabilidad se establece que:

Tabla 4.4.7 – *Comportamiento de los indicadores de rentabilidad Travel Retail S.A, 2022 - 2024*

Indicador	2022	2023	2024
Margen de ganancias netas	3,11%	2,93%	-0,28%
Margen de ganancias brutas	43,69%	43,93%	46,55%
Rendimiento sobre la inversión (ROA)	6,27%	5,62%	-3,66%
Rendimiento sobre el capital (ROE)	47,99%	31,54%	-42,72%

La rentabilidad de Travel Retail S.A. es el aspecto más preocupante del análisis, especialmente en 2024, el margen neto de ganancias cae de un 3,11% en 2022 y 2,93% en 2023 a un resultado negativo de -0,28% en 2024, lo cual indica que la empresa incurrió en pérdidas netas pese a mantener buenos niveles de ventas. Esta caída en la rentabilidad se ve reflejada también en el ROA que baja de 6,27% en 2022 a -3,66% en 2024, indicando que los activos de la empresa ya no están generando beneficios, de forma aún más notable, el ROE cae de 47,99% en 2022 a un preocupante -42,72% en 2024, lo que implica que la inversión de los accionistas está generando pérdidas importantes.

Por el contrario, el margen bruto se mantiene fuerte y en crecimiento: 43,69% en 2022, 43,93% en 2023 y 46,55% en 2024. Esto revela que el costo de ventas está bien controlado y que la empresa mantiene un margen comercial atractivo. Sin embargo, los resultados negativos en rentabilidad neta sugieren que los problemas se encuentran en los gastos operativos, financieros o extraordinarios, más que en las operaciones comerciales básicas. Por lo tanto, es crucial que Travel Retail analice sus estructuras de costos y estrategias financieras si desea recuperar su rentabilidad y reducir el impacto negativo sobre el capital de los accionistas.

CAPÍTULO V

5. VALORACIÓN DE LA EMPRESA TRAVEL RETAIL

Una vez realizada la evaluación financiera y económica de la empresa Travel Retail S.A. se procede a realizar la valoración financiera de la compañía, para lo cual es relevante contar argumentos que faciliten su proyección y argumento de beneficios en el corto y mediano plazo. Cabe resaltar que, de acuerdo con la situación económica descrita en el capítulo anterior, la empresa cuenta con recursos suficientes para sostener la estructura de producción con un margen neto estable, pero con una leve preocupación por el aumento de gastos para el año 2024, sin embargo, su tendencia asegura beneficios en el corto y mediano plazo.

Los puntos que se plantean desarrollar en el presente apartado son los siguientes:

- Proyecciones, describe la estructura financiera de los rubros que componen el estado de resultados de la empresa, a fin de validar su dependencia en función a los ingresos esperados en el futuro. Aquí incluye el tema de ingresos, costos y gastos, además de otros aspectos clave que ayuden a determinar una proyección más ajustada a la realidad del negocio.
- Tasa de descuento: describe el cálculo y aspectos externos que influyen en la determinación de un costo de oportunidad con la capacidad de permitir pasar los flujos futuros de las proyecciones a un valor presente real de la compañía.
- Tasa de crecimiento: muestra bajo qué criterios se toma el incremento de los ingresos para determinar el horizonte de planificación y con ello una proyección en función a la realidad de la industria en análisis.
- Valoración de la empresa: describe los criterios y la metodología aplicada para valorar la compañía, además se fija el monto por el cual la empresa se puede cotizar en caso de generar una compra por parte de inversores.
- Análisis de sensibilidad: se propone escenarios de cambio en caso de que variables externas e internas pueden influenciar en los resultados de los indicadores de valoración de la compañía.

A continuación, se desarrolla y expone cada uno de los puntos referidos en párrafos anteriores:

5.1. PROYECCIONES

Para las proyecciones se toma como referencia el comportamiento histórico entre los años 2022 y 2023 de la compañía en análisis, esto debido a la presencia de acontecimientos externos como la COVID 19 y su periodo de recuperación que significaron que los sectores económicos reduzcan sus ventas y requieran capitalización para seguir funcionando. Otro aspecto es dividir los ingresos y egresos de acuerdo con la naturaleza de impacto de los beneficios, requiriendo para esta el uso de una metodología que estructure los costos y gastos en función a las ventas proyectadas.

5.1.1. *Proyecciones de ingreso por ventas*

Dentro de los aspectos que se toman en consideración en los ingresos por ventas, se refiere identificar el monto incurrido dentro de los años 2022 al 2024 tal como se explicó en párrafos anteriores. Posteriormente se aplica la metodología de porcentaje de variación porcentual para conocer el nivel de cambio entre los años y con ello asegurar un comportamiento en el mediano plazo de los ingresos, tal como se muestra a continuación:

Tabla 5.1.1 – *Tasa de comportamiento promedio de los ingresos 2022 - 2024*

Cuenta	2022	2023	2024
Ingresos de actividades ordinarias	21.465.366	23.828.604	26.736.839
Variación		11,01%	12,20%
Promedio			11,61%

Como se referencia en la tabla que expone el comportamiento de ingresos entre los años 2022 al 2024, describiendo que, entre los años 2023 al 2022 el crecimiento fue de 11.01% pasando de 21 millones a 23 millones de dólares, para el comportamiento entre 2024 al 2023 los datos muestran un cambio de 12.20% es decir pasó de 23 millones de dólares a 26 millones de dólares. Para determinar el crecimiento a mediano plazo, se procede a sacar un promedio entre la variación de 11.01% y 12.20% obtenidas anteriormente, dando como resultado un 11.61%, sin embargo, este crecimiento es poco común y no sostenible en el tiempo, por ende se utiliza el crecimiento del sector:

En conclusión, con referencia a los ingresos, se procede a utilizar este indicador para incrementar los ingresos futuros para los próximos cinco años, tal como se muestra a continuación:

Tabla 5.1.2 – *Proyección de los ingresos para los próximos 5 años.*

Cuenta	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Ingresos operativos	29.840.231	33.303.838	37.169.473	41.483.798	46.298.894
Ingresos actividades ordinarias	29.840.231	33.303.838	37.169.473	41.483.798	46.298.894
Variación porcentual		11,6%	11,6%	11,6%	11,6%

Según los datos mostrados en la tabla, se puede observar que, el comportamiento proyectado de los ingresos está en función del cambio porcentual del 11.6% tal como se lo refirió al inicio del subtema. Sin embargo, esta tasa no es sustentable en el tiempo, lo que genera una tasa de crecimiento irreal, empleando para ello un crecimiento del 2% tomado del comportamiento a nivel de industria.

5.1.2. *Proyecciones de costos por ventas*

En detalle a la metodología de cálculo de los costos por ventas, estos tienen una naturaleza variable, es decir, son generados a medida que se producen las ventas porque:

- Son valores que representan el costo de adquirir los productos que están mostrados en percha.
- Sus montos aumentan conforme el inventario se coloca en las manos del cliente.
- Las ventas solo se generan si sale el producto de la bodega, y en cada movimiento de bodega se registra un costo de venta.
- La participación del monto del costo de venta sobre los ingresos permite identificar el monto de beneficio capturado por la empresa en cada transacción generada.

La relación entre el costo de venta y los ingresos percibidos entre los años 2022 al 2024 se muestra a continuación:

Tabla 5.1.3 – *Tasa de comportamiento promedio del costo de ventas 2022 - 2024*

Cuenta	2022	2023	2024
Costo de ventas y producción	12.086.672	13.361.200	14.292.168
Part (vtas %)	56,3%	56,1%	53,5%
Promedio			55,3%

Según los datos presentados en la tabla, se observa que la participación del costo de venta para el 2022 fue de 56.3%, en el año 2023 se ubicó en 56.10% y en el 2024 mostró un 53.5% sobre el ingreso obtenido. Al emplear la metodología del promedio se puede contemplar los acontecimientos que enmarcaron el comportamiento de los últimos 3 años que se tomaron como base para el presente análisis, por ello la proyección del costo de venta quedó de la siguiente manera:

Tabla 5.1.4 – *Proyección del costo de ventas próximos 5 años*

Cuenta	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Costo de ventas	16.495.168	18.409.790	20.546.647	22.931.532	25.593.235
Participación (vtas %)	55,3%	55,3%	55,3%	55,3%	55,3%

Según los datos mostrados en la tabla sobre la proyección del costo de venta para los próximos años, se puede observar que, los montos en dólares proyectados están en función a un 55.3% de participación sobre la venta, es decir las ventas proyectadas sirvieron como base para la generación de este rubro y conforme vayan aumentando la variación estará directamente sesgada a estos criterios. Cabe resaltar que este cálculo se lo hace en función a la naturaleza de la estructura que ha estado ligada en el promedio del costo de venta histórico de los últimos tres años, tal como se lo referenció en la tabla anterior.

5.1.3. Proyecciones de gastos operacionales

Otro rubro importante para generar el funcionamiento de la empresa son los gastos operacionales, estos sirven para gestionar directamente la colocación del producto, el manejo de los recursos de la empresa y que funcione el tema administrativo para mejorar la experiencia al cliente, como un lugar de trabajo limpio, pago de servicios básicos, mantenimiento del local entre otros. Bajo el criterio de participación de ventas, se puede observar como el aporte de los gastos incide en la generación de beneficios, estos gastos operativos a su vez se dividen en:

gastos de ventas, gastos administrativos y gastos financieros, cuyos resultados se muestran a continuación:

Tabla 5.1.5 – *Tasa de comportamiento promedio de los gastos de venta 2022 - 2024*

Cuenta	2022	2023	2024
Gastos de venta	5.055.458	5.420.424	6.374.761
Part (vtas %)	23,6%	22,7%	23,8%
Promedio			23,4%

Según los resultados del comportamiento promedio de los gastos de venta, se puede observar que, existe una participación del 23.4% en los últimos tres años sobre la venta, esto quiere decir que, por cada dólar generado en beneficios, la empresa debe incurrir en 0.23 centavos en promedio de gasto de venta para colocar el producto en las manos del cliente. Esta relación permite calcular el comportamiento de los gastos de ventas en el horizonte de planificación de cinco años:

Tabla 5.1.6 – *Proyección de los gastos de venta para los próximos 5 años*

Cuenta	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Gastos de venta	6.976.831	7.786.644	8.690.453	9.699.169	10.824.969
Participación (vtas %)	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%	23,4%

En referencia a los datos mostrados en la tabla, se observa que, la participación de la proyección de los gastos de venta en función a los ingresos es lineal, con el porcentaje de incidencia del 23.4% tal como se referenció en el cálculo de la tasa promedio de los últimos tres meses. Con estos valores proyectados se procede a incluirlo en el flujo de caja que se presentará en puntos siguientes, y que sirven para mostrar un beneficio neto del cual se considera para valorar la empresa en dólares.

El segundo gasto en análisis es la naturaleza de los rubros administrativos, que constituyen los montos que la empresa incurre para asegurar un local con experiencia acorde a las necesidades del cliente. Como se referenció con anterioridad, los rubros administrativos corresponden a los gastos de energía, arriendo, internet, nómina entre otros elementos, su comportamiento se muestra a continuación:

Tabla 5.1.7 – Tasa de comportamiento promedio de los gastos administrativos 2022 - 2024

Cuenta	2022	2023	2024
Gastos administrativos	3.146.701	4.513.193	5.523.467
Part (vtas %)	14,7%	18,9%	20,7%
Promedio			17,1%

Con relación a los datos mostrados en la tabla, se describe que, durante los tres años históricos tomados como base, la relación promedio de los gastos administrativos con el ingreso obtenido ha sido de 17.1%. Se puede acotar que, a nivel de análisis participativo en los beneficios, la empresa ha incurrido mayores gastos administrativos, esto puede ser por el crecimiento del salario básico unificado, tasa de inflación y cambios en el canon de arriendo de los locales donde funciona la empresa.

Tabla 5.1.8 – Proyección de los gastos administrativos para los próximos 5 años

Cuenta	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Gastos administrativos	5.396.934	6.023.366	6.722.508	7.502.801	8.373.664
Participación (vtas %)	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%

Según los resultados de los gastos administrativos, se puede observar que, la participación proyectada es de 17.1% de estos rubros sobre los ingresos, tomando como referencia el comportamiento promedio referido en la tabla anterior. A pesar del incremento considerable de la participación en el gasto histórico, se recomienda a la administración establecer un mayor control sobre este rubro a fin de no afectar de manera considerable al beneficio neto de cada periodo futuro.

Tabla 5.1.9 – Tasa de comportamiento promedio de las depreciaciones 2022 - 2024

Cuenta	2022	2023	2024
Depreciaciones	125.117	125.117	231.049
Amortizaciones	63.892	63.812	19.959
Gasto deterioro:	15.636	10.338	59.931
Depreciaciones y amortizaciones totales	204.645	199.267	310.939
Part (vtas %)	1,0%	0,8%	1,2%
Promedio			1,0%

En cuanto al rubro sobre los gastos operativos, en la tabla se resalta las depreciaciones que, según el enfoque del ingreso, el impacto de participación ha sido de 1%. Es importante tomar en consideración estos rubros y restarlos directamente de los gastos debido a que los mismos no son considerados una salida de dinero, sino una inversión que posteriormente fue cancelada o financiada.

Tabla 5.1.10 – *Proyección de la depreciación para los próximos 5 años*

Cuenta	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
(-) depreciaciones y amortizaciones	-293.686	-327.774	-365.820	-408.281	-455.671
Participación (vtas %)	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%	-1,0%

De acuerdo con la proyección de la depreciación referida en la tabla, se observa que, el comportamiento proyectado de este rubro mantiene una participación sobre ventas del 1% tal como se refirió en la tabla anterior. Cabe destacar que

Tabla 5.1.11 – *Tasa de comportamiento promedio de los gastos financieros 2022 - 2024*

Cuenta	2022	2023	2024
Gastos financieros	414.931	480.540	640.296
Part (vtas %)	1,9%	2,0%	2,4%
Promedio			2,1%

Finalmente, se presentan los gastos financieros entre los años 2022 al 2024, los cuales representan los egresos cancelados a instituciones financieras por intereses cancelados por préstamos bancarios. Según el comportamiento del gasto real dentro de estos tres años, la participación promedio de este gasto sobre las ventas es de 2.1% por lo tanto se puede concluir que, por cada dólar de beneficio obtenido la empresa debe cancelar 0.02 centavos de dólar en intereses por préstamos bancarios.

Tabla 5.1.12 – *Proyección de los gastos de interés para los próximos 5 años*

Cuenta	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Gastos financieros	631.070	704.319	786.071	877.311	979.142
Participación (vtas %)	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%

Como se observa en la tabla de proyección de gastos de interés para los próximos 5 años, la participación sobre las ventas se mantiene fija en 2.1%, cabe destacar que este rubro

se lo considera como participación permanente, debido a que en todos los años la referencia del gasto de interés ha estado presente en la estructura de pérdidas y ganancias de la empresa. Es notorio que a futuro la empresa pueda incurrir en compras de equipos y con ello la adquisición pueda financiarse a través del endeudamiento en instituciones financieras.

5.1.4. Otros supuestos para la proyección de flujos de efectivo

Una vez realizado un análisis sobre las metodologías empleadas en cada uno de los elementos que conforman el estado de pérdidas y ganancias y que posteriormente también incurren en un flujo de caja operativo. De acuerdo con el comportamiento de cada rubro expuesto, a continuación, se muestra como los ingresos, costos y gastos interactúan para obtener un beneficio neto que se traduce en utilidades percibidas a futuro y que justifican un posible costo de oportunidad o rendimiento sobre los recursos económicos que esperan los inversionistas:

Tabla 5.1.13 – Flujo de caja proyectado para los próximos 5 años.

ESTADO DE RESULTADOS	2025	2026	2027	2028	2029
Ventas	27.271.576	27.817.008	28.373.348	28.940.815	29.519.631
Coste de ventas	15.081.182	15.382.805	15.690.461	16.004.271	16.324.356
Gastos generales	11.044.988	11.265.888	11.491.206	11.721.030	11.955.451
Depreciación	235.670	240.383	245.191	250.095	255.097
Margen	909.736	927.931	946.490	965.419	984.728
Intereses de financiamiento	653.102	666.164	679.487	693.077	706.939
Beneficio antes de Part. A Trabajadores e I. Renta	256.634	261.767	267.002	272.342	277.789
Part. A Trabajadores	38.495	39.265	40.050	40.851	41.668
Beneficio antes de Impuesto a la Renta	218.139	222.502	226.952	231.491	236.121
Imp. A la Renta	54.535	55.625	56.738	57.873	59.030
Beneficio neto	163.604	166.876	170.214	173.618	177.091
+ Depreciación	235.670	240.383	245.191	250.095	255.097
+ Δ Deuda	8.790.173	8.965.977	9.145.296	9.328.202	9.514.766
- Δ NOF	(7.606.473)	(7.758.602)	(7.913.774)	(8.072.050)	(8.233.491)
- Inversiones	343.827	350.704	357.718	364.872	372.170
- Amort deuda	(814.685)	(830.979)	(847.598)	(864.550)	(881.841)
FCF	1.112.117	1.134.359	1.157.046	1.180.187	1.203.791

Según lo observado en la tabla sobre la proyección del flujo de caja para los siguientes cinco años, se describe que la deducción de los ingresos luego de incurrir los costos y gastos operativos propios del negocio restando las depreciaciones que no son considerados como salidas de efectivo. Según el comportamiento del beneficio neto o flujo de caja libre, los montos obtenidos presentan un resultado positivo en todos los años, lo que asegura que el costo de oportunidad obtenido del presente modelo de negocios permite asegurar un rendimiento sobre la inversión ya generada en la empresa.

En cuanto a los flujos permanentes, corresponde a la aplicación metodológica de dividir el último flujo identificado en el horizonte de planificación, posteriormente se procede a dividir con la tasa de crecimiento permanente que resulta de identificar el comportamiento de cambio de la industria entre ingresos total. El cálculo de la tasa de crecimiento permanente se lo describe en puntos posteriores al presente capítulo de valoración financiera.

5.1.5. Supuestos críticos y técnicos de las proyecciones

Para asegurar la objetividad y evitar sesgos en la proyección de las variables operativas, se adopta un criterio empírico-histórico. Se ha calculado la Tasa de Comportamiento Promedio Anual (TCPA) de los Ingresos y Costos utilizando el período 2022-2024. Este período es seleccionado intencionalmente por ser representativo de la operación post-pandemia estable, excluyendo explícitamente los años atípicos 2020 y 2021, lo cual dota de mayor solidez al modelo. El crecimiento de las ventas se fundamenta en ser la TCPA promedio histórica de la empresa.

El Capital de Trabajo Neto Operativo es proyectado asumiendo que este mantiene una relación porcentual constante con los ingresos por ventas. Esta proporción se obtiene del promedio histórico de los ejercicios 2022-2024. Este supuesto es necesario para ajustar el Flujo de Caja Libre proyectado por las necesidades de inversión operativa, manteniendo la consistencia financiera.

El WACC es el supuesto más crítico y es calculado para reflejar el costo real del capital de la empresa. El Costo de Capital Propio (K_e) se estima mediante el Modelo CAPM (Sharpe, 1964), lo cual incorpora el riesgo sistemático del mercado (Beta) a través de un Beta desapalancado de la industria, ajustado por el nivel de deuda de Travel Retail S.A. La

justificación técnica es que el WACC cuantifica el impacto del alto apalancamiento directamente en el valor final, al exigir una mayor rentabilidad a las inversiones de la empresa.

5.2. DETERMINACIÓN DE LA TASA DE DESCUENTO

Una vez determinado el flujo de caja de la empresa y asegurando que los beneficios netos positivos de cada uno de los periodos que conforman el horizonte de planificación se proceden a determinar la tasa de descuento. Este indicador financiero ayuda a trasladar a valor presente cada uno de los flujos determinados en el punto anterior, debido a que por ahora no es posible compararlo, debido a que necesitan ser expresados en el mismo tiempo, para obtener este indicador se utiliza la metodología del Costo Promedio Ponderado de Capital o por sus siglas en inglés WACC.

5.2.1. Costo patrimonial

El costo patrimonial se define como la tasa de rendimiento mínima que necesita cubrir el beneficio neto sobre el monto de inversiones colocadas a través del aporte de capital de los socios. En ocasiones el costo patrimonial puede ser un poco más costoso que el costo financiero de los pasivos, porque incorpora aspectos externos propios de la variación del mercado, entre los cuales se describe el riesgo de mercado, la tasa libre de riesgo, el riesgo país entre otros elementos que se presentan a continuación:

Tabla 5.2.1 – Costo patrimonial ajustado – CAPM

β no apalancado de la industria = β ind. Inmobiliarias / $\{1 + (\text{Deuda/Capital}) * (1 - t_{\text{EEUU}})\}$	
Razón de la Deuda/Capital de Industria retail	26%
β Industria retail	1,29
t_{EEUU}	25,02%
β no apalancado de la industria =	1,08
Deuda (total pasivo)	4.204.985
Capital	6.293.762
Razon de la Deuda/Capital	0,67
$\beta_{\text{capital}} = \beta$ no apalancada de la industria * $(1 + (\text{Deuda/Capital}) * (1 - t_{\text{Ecuador}}))$	
t_{ecuador}	36,25%
β de capital de INVERSIONES URBANAS S.A =	1,09
Costo de Capital $K_e = r_f + \beta(R_m - r_f) + (\text{Riesgo País})$	
*r_f Tasa libre de riesgo (rendimiento de bonos del tesoro americano) =	4,20%
**β (riesgo del negocio) =	1,15
*** R_m (Return on equity) =	9,94%
**** Risk Country Ecuador	7,07%
$K_e =$	17,88%

Según páginas oficiales sobre los componentes del costo patrimonial ajustado, se describe que el rendimiento esperado es de 17.88%, dónde la tasa libre de riesgo es de 4.20% que son los bonos de tesoro de Estados Unidos, seguido del reporto de capital sumando el riesgo de mercado con la tasa libre de riesgo, la beta apalancada y el riesgo país que en la actualidad es de 7.07%. Con esta tasa se puede argumentar que por cada dólar que conforman el patrimonio por el aporte de los accionistas.

5.2.2. Cálculo de la tasa de descuento – WACC

Después de obtener el costo patrimonial, se procede a calcular el Costo Promedio Ponderado de Capital por sus siglas en inglés de WACC, este indicador resume la combinación entre el apalancamiento externo y su rendimiento mínimo con el aporte de capital de los accionistas y su costo de oportunidad compatible con los indicadores externos del mercado.

El cálculo de este porcentaje se muestra a continuación:

Tabla 5.2.2 – Cálculo de la tasa de descuento

Indicador financiero	Porcentaje	Interpretación
kd = Costo de deuda financiera	13,52%	División entre el gasto financiero sobre el total de la deuda contratada
E = Fondos propios	6.293.762	Patrimonio 2024
D = Deuda financiera	4.204.985	Deuda financiera 2024
T= Tasa impositiva	36,25%	Suma la participación de trabajadores + impuesto a la renta sobre el impacto en beneficios
Ke = Costo de capital	17,88%	CAPM
WACC	12,33%	$WACC = ((ke * E) + (kd * D * (1 - t))) / (E + D)$

Como resultado del cálculo del WACC este monto se ubica en 12.33% es decir que el rendimiento mínimo esperado para descontar los flujos calculados en el horizonte de planificación. Este porcentaje ayuda a establecer que el beneficio neto debe cubrir estas

expectativas para que se justifique que el negocio debe continuar operando en el segmento de mercado.

5.3. DETERMINACIÓN DE LA TASA DE CRECIMIENTO

En cuanto a la tasa de crecimiento determinada para el presente cálculo, se la establece en 2%, deduciendo antes el efecto inflacionario y un riesgo de mercado que pueden influenciar en el rendimiento permanente del flujo de caja, argumentando que la empresa no tenga fecha de cierre pronto y que sus actividades económicas continúen en el largo plazo.

5.4. VALORACIÓN DE LA EMPRESA TRAVEL RETAIL

Para calcular la valoración de la empresa, se procedió a descontar o pasar a valor presente los flujos de caja identificados en tablas anteriores, posteriormente la tasa de descuento empleada fue la calculada en el WACC, tal como se muestra a continuación:

Tabla 5.4.1 – *Cálculo de la tasa de descuento*

VALORACIÓN A PERPETUIDAD	
PER SIN CREC	4.906.795
PER CON CREC	5.856.794

FLUJO DE CAJA DESCONTADO	
VA FLUJO	4.119.702
VA RESIDUAL	6.646.084
VALOR EMPRESA	10.765.786

Como se observa en la tabla, se describe que, el valor de los flujos descontados de la operatividad de la empresa se ubicó en 10.76 millones de dólares, siendo este el valor de la empresa.

CONCLUSIONES

Culminado el capítulo de la valoración de la empresa, se procede a concluir los siguientes argumentos:

Con referencia al objetivo general de valorar financieramente la empresa Travel Retail S.A. mediante el método de flujos de caja descontados (FCD), se concluye que, permitió determinar el valor económico real de la empresa a partir de su capacidad futura de generar flujos de efectivo, el análisis mostró que la estructura financiera presenta debilidades importantes como alto apalancamiento, rentabilidad deteriorada en 2024 y una dependencia significativa del financiamiento externo factores que incrementan el riesgo y elevan la tasa de descuento aplicada. Como resultado, el valor obtenido a través del FCD refleja una empresa cuyo potencial depende de corregir dichas ineficiencias y estabilizar su desempeño operativo para sostener flujos más consistentes en el tiempo.

Con relación al objetivo específico de evaluar la situación financiera de la empresa durante el período 2023–2024 mediante indicadores, se concluye que, aunque la empresa fortaleció su liquidez y mejoró su eficiencia operativa, su estructura de capital se debilitó por el incremento del apalancamiento y la caída del patrimonio, lo que, junto con la disminución de la rentabilidad en 2024, revela una posición financiera vulnerable que requiere ajustes estratégicos para recuperar solidez y sostenibilidad.

En respuesta al objetivo específico de proyectar los flujos de caja futuros ajustados al contexto económico actual, se puede concluir el uso de una metodología en función a los ingresos, tomando en consideración el comportamiento de tres años atrás para hallar un crecimiento a nivel histórico, evitando incorporar periodos como 2020 y 2021 los cuales son atípicos por la pandemia. En cuanto a los indicadores externos claves para la proyección se establecen un cambio de ingresos en 11.61% en ventas, y la proporción de costos y gastos en función a los valores ya registrados de tres años atrás, sin embargo, el crecimiento que se tomó es de un 2% en función al comportamiento del segmento.

Finalmente, para responder al objetivo específico de calcular el valor económico de la empresa aplicando el método FCD, se concluye que, el valor de la empresa con corte al 2024 es de 10.765.786 dólares, tomando en consideración el pago completo de la deuda financiera. Este valor es referencial y se lo obtuvo considerando una tasa de rendimiento mínimo de 12,33% en costo promedio ponderado de capital.

RECOMENDACIONES

En cuanto a las recomendaciones que se puede acotar en función al análisis establecido, se puede referenciar lo siguiente:

Para mejorar el valor económico obtenido mediante el FCD, la empresa debe disminuir su dependencia de deuda de corto y largo plazo, ya que este factor incrementa el riesgo y eleva la tasa de descuento utilizada en la valoración. Se recomienda explorar renegociación de tasas, ampliación de plazos, prepago de obligaciones con mayor carga financiera y, paralelamente, fortalecer la estructura patrimonial mediante reinversión de utilidades o nuevos aportes de capital, esto permitirá mejorar el perfil de riesgo, estabilizar los flujos de efectivo y obtener un valor más favorable en futuras valoraciones.

Aunque la liquidez y la eficiencia operativa muestran avances, la caída en la rentabilidad y el deterioro del capital propio evidencian la necesidad de reestructurar gastos. Se recomienda realizar un diagnóstico interno de costos fijos y variables, reducir gastos no esenciales, renegociar condiciones comerciales con proveedores y mejorar los controles presupuestarios, esto permitirá restablecer márgenes más saludables y aliviar la presión sobre la estructura financiera, contribuyendo a la sostenibilidad del negocio.

Se recomienda monitorear continuamente este indicador y evaluar alternativas de financiamiento que reduzcan el costo del capital, como mejorar la calificación crediticia, negociar mejores tasas o equilibrar la combinación entre deuda y patrimonio. Una estructura financiera más eficiente reducirá el riesgo percibido por los inversionistas y aumentará el valor de la empresa en futuras valoraciones.

REFERENCIAS

- Allen, F., Myers, S., & Brealey, R. (2010). *Principios de finanzas corporativas*. México: McGraw Hill.
- Astudillo, M. (2024). *Valoración de empresas CMPC SA : mediante método de flujos de caja descontados. Tesis de Postgrado*. Santiago, Chile: Universidad de Chile. Obtenido de <https://repositorio.uchile.cl/handle/2250/201580>
- Ausloos, M. (2020). Valuation Models Applied to Value-Based Management — Application to the Case of UK Companies with Problems. *Forecasting*, 2 (4), 549 – 565. doi:/10.3390/forecast2040029
- Banco Central del Ecuador. (15 de Abril de 2025). *Información Estadística*. Obtenido de https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/PublicacionesGenerales/ix_InformacionEstadistica.html
- Banco Mundial. (30 de Diciembre de 2024). *Datos de cuentas nacionales del Banco Mundial y archivos de datos de Cuentas Nacionales de la OCDE*. Obtenido de <https://datos.bancomundial.org/indicador/NY.GDP.PCAP.KD>
- Banco Mundial. (3 de Junio de 2025). *Perspectivas económicas mundiales*. Obtenido de <https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/0e685254-776a-40cf-b0ac-f329dd182e9b/content>
- Boada, A., Cardona, G., & Mayorca, R. (2020). *La prospectiva: más allá de las proyecciones*. Bogotá, Colombia: Lasallista; CEIPA. Obtenido de https://www.researchgate.net/publication/349120796_LA_PROSPECTIVA_MAS_AL_LA_DE_LAS_PROYECCIONES_DIGITAL
- Broverman, S. (2017). *Mathematics of investment and credit*. ACTEX Learning.
- Chen, J. (2021). On the theoretical foundation of corporate finance. *Structural Change and Economic Dynamics*, 59, 256 – 262. doi:/10.1016/j.strueco.2021.08.012
- Damodaran, A. (2012). *Valoración de inversiones: herramientas y técnicas para determinar el valor de cualquier activo. 3.ª edición*. New Jersey, Estados Unidos: John Wiley & Sons Inc, Hoboken.

- Dewi, I., Sari, M., Budiasih, I., & Suprasto, H. (2019). Free cash flow effect towards firm value. *International Research Journal of Management, IT and Social Sciences*, 6 (3), 108 – 116. doi:/10.21744/irjmis.v6n3.643
- Duty Free. (2025). *Sobre Nosotros*. Obtenido de Guayaquil Duty Free: <https://guayaquil.shopdutyfree.com/es/about-us>
- Fernández, P. (2012). *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor*. Gestión 2000.
- Fisher, I. (1930). *La teoría del interés*. Nueva York, Estados Unidos: Macmillan.
- Gajek, L., & Kuciński, Ł. (2017). Complete discounted cash flow valuation. *Insurance: Mathematics and Economics*, 73, 1 – 19. doi:/10.1016/j.insmatheco.2016.12.004
- García, S., & Montes, L. (2019). Modelo de valoración financiera para una pequeña y mediana empresa (PYME) en Colombia. *Revista Espacios*, 39 (42), 2 - 13. Obtenido de <https://www.revistaespacios.com/a18v39n42/a18v39n42p02.pdf>
- Gitman, L., & Zutter, C. (2012). *Principios de la administración financiera*. México: Pearson Educación.
- Instituto Nacional de Estadísticas y Censos. (12 de Junio de 2012). *Clasificación Nacional de Actividades Económicas*. Obtenido de <https://aplicaciones2.ecuadorencifras.gob.ec/SIN/descargas/ciiu.pdf>
- Jafarizadeh, B., & Bratvold, R. (2021). Project Economics in the Big-Bets Industry: The Integrated Valuation in Practice. *Journal of Petroleum Science and Engineering*, 197, 1 - 12. doi:/10.1016/j.petrol.2020.108095
- Laitinen, E. (2019). Discounted Cash Flow (DCF) as a Measure of Startup Financial Success. *Theoretical Economics Letters*, 09 (08), 2997 – 3020. doi:/10.4236/tel.2019.98185
- Lee, U., Kang, N., & Lee, I. (2020). Choice data generation using usage scenarios and discounted cash flow analysis. *Journal of Choice Modelling*, 37, 1 - 20. doi:/10.1016/j.jocm.2020.100250
- Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 13–37.

- López, C. (2022). *Valoración de Empresa MASISA SA : mediante el método de flujo de caja descontado. Tesis de postgrado*. Santiago, Chile: Universidad de Chile. Obtenido de <https://repositorio.uchile.cl/handle/2250/193877>
- Maquieira, C., & Espinosa, C. (2019). *Valoración de empresas aplicadas*. Santiago, Chile: Editorial Lainu.
- Markowitz, H. (1952). Portfolio selection. *The Journal of Finance*, 77-91.
- Méndez, R. (2023). “*Valoración de Empresas Aplicado a Compañía de Cervecerías Unidas CCU*” : *Mediante Método de Flujos de Caja Descontados. Tesis de postgrado*. Santiago, Chile: Universidad de Chile. Obtenido de <https://repositorio.uchile.cl/handle/2250/199528>
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 261–297.
- Modigliani, F., & Miller, M. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 433–443.
- Molina, D., Molina, P., Tobar, D., & Pico, F. (2024). Valoración de empresas a través del flujo de caja descontado: caso de estudio. *Bolentín De Coyuntura*, 42, 9 - 17. doi:/10.31243/bcoyu.42.2024.2442
- Motta Internacional. (14 de Septiembre de 2024). *Travel Retail*. Obtenido de <https://www.motta-int.com/>
- Ottosson, E., & Weissenrieder, F. (1996). Cash Value Added - A New Method For Measuring Financial Performance. *SSRN Electronic Journal, Documento de trabajo de la Universidad de Gotemburgo*, 1, 1 - 10. doi:/10.2139/ssrn.58436
- Padilla, D. (2022). *Principios del Mundo Financiero: Valoración de Empresas*. Guayaquil, Ecuador: Publicación Digital.
- Quiport. (14 de Marzo de 2016). *THE RENOVATED ATTENZA DUTY FREE SHOP IN INTERNATIONAL ARRIVALS OFFERS A BETTER EXPERIENCE FOR PASSENGERS*. Obtenido de https://www.quiport.com/the-renovated-attenza-duty-free-shop-in-international-arrivals-offers-a-better-experience-for-passengers/?lang=en&utm_source

- Rodríguez, Y. (2020). *Metodología de la investigación. Enfoque por competencias*. México D.F., México: Klik soluciones educativas.
- Ross, S., Hillier, D., Westerfield, R., Jaffe, J., & Jordan, B. (2024). *Corporate Finance, 5th European Edition*. UK: McGraw Hill.
- Ruiz, O., & Carnevali, J. (2023). Valoración a través del Flujo de Caja Descontado empleando el Costo Promedio Ponderado de Capital y el Valor Presente Ajustado. *Gestión Y Desarrollo Libre*, 6 (12), 1 - 23. doi:/10.18041/2539-3669/gestionlibre.12.2021.8714
- Serrano, J., Espinosa, A., & Acosta, F. (1986). *Valorización de empresas: marco teórico para su realización*. Bogotá, Colombia: UniAndes.
- Sharpe, W. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 425–442.
- Solomon, E. (1963). *The theory of financial management*. Columbia: University Press.
- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros. (10 de Abril de 2025). *Ranking de compañías*. Obtenido de <https://appscvsmovil.supercias.gob.ec/ranking/reporte.html>
- Tapia, M., Lema, L., Urbina, A., & Rodríguez, M. (2024). Tributación y Contabilidad en Ecuador para Pequeñas Empresas vs Grandes Corporaciones. *Polo del Conocimiento*.
- Vizcaino, P., Cedeño, R., & Maldonado, I. (2023). Metodología de la investigación científica: guía práctica. *Ciencia Latina Revista Científica Multidisciplinar*, 7(4), 9723 - 9762. doi:/10.37811/cl_rcm.v7i4.7658
- Williams, J. (1938). *The theory of investment value*. Harvard University Press.
- Yáñez, W. (2022). *Valoración de empresa por el método de flujo de caja descontado aplicado a la compañía de electricidad Tuluá S.A. E.S.P. Tesis de grado*. Santa Marta, Colombia: UTADAO. Obtenido de <http://hdl.handle.net/20.500.12010/27837>