

VALORACIÓN DE LA EMPRESA HOTEL ACHALAY DE LA CIUDAD DE POPAYÁN

Adriana María Castrillón Torres

acastr12@eafit.edu.co

Luz Stella Ramírez García

lramir85@eafit.edu.co

Resumen

El Hotel Achalay es un establecimiento de comercio que, desde hace más de veinticinco años, presta sus servicios en el centro histórico de Popayán, enfocándose en la atención a grupos de turistas y deportistas, visitantes médicos y comerciantes que viajan a la ciudad por motivos laborales.

En busca de generar información para proporcionar un panorama objetivo frente al comportamiento financiero del hotel, se requiere realizar su valoración para determinar el valor financiero y la capacidad de generar valor para sus propietarios. Por lo anterior, se realiza una descripción del sector hotelero en Popayán y un diagnóstico financiero. A continuación, se elabora la proyección de los estados financieros a diez años y se determinan los supuestos de valoración para, finalmente, realizar la valoración de la empresa mediante el método de flujos de caja descontados y valor presente ajustado (APV).

Palabras clave

Valoración, flujo de caja descontado, generación de valor, diagnóstico financiero.

Abstract

The Hotel Achalay is a business establishment, which for more than twenty-five years has been providing services in the historic center of Popayán, focusing on the attention of groups of tourists and athletes, medical visitors and merchants who travel to the city for work reasons.

In order to generate information to provide an objective view of the financial behavior of the Hotel, it is necessary to make an assessment to determine the financial value and the capacity of the Hotel to generate value for its owners. For the above, a description of the hotel sector in Popayán is made and a financial diagnosis is made. The projection of the financial statements

to ten years is then carried out, the valuation assumptions were determined to finally carry out the valuation of the company using the discounted cash flow and APV method.

Key Words

Valuation, discounted cash flow, generation of value, financial diagnosis.

1. Introducción

El presente documento contiene la valoración del Hotel Achalay, ubicado en el centro histórico de Popayán. Su público objetivo es el de los grupos de turistas de la tercera edad, grupos de deportistas, visitantes médicos y comerciantes que visitan la ciudad por motivos laborales. Los propietarios del hotel realizan procesos de benchmarking con el fin de mejorar, continuamente, el servicio ofrecido y conocer, de primera mano, el segmento del mercado al que se dirigen y la oferta existente, buscando mejorar su posición.

Teniendo en cuenta que la infraestructura del hotel no es de propiedad de quienes hoy lo administran, se hace necesario conocer la valoración del establecimiento de comercio, dado su posicionamiento en el mercado y la generación de flujos de caja positivos en los últimos años, buscando que sus administradores cuenten con un panorama claro de los resultados financieros obtenidos y así facilitar la toma de decisiones.

La elaboración del presente documento implica una revisión conceptual y teórica sobre la valoración de empresas, los métodos más empleados, la proyección de los estados financieros y el costo de capital. Posteriormente, se realiza un análisis contable y financiero del hotel con el fin de lograr una proyección acertada de los estados financieros. Al final se aplica la metodología de flujos de caja libre descontados y el valor presente ajustado (APV, por sus siglas en inglés), para determinar el valor de la unidad productiva.

2. Justificación

El sector hotelero hace parte de la cadena de valor del sector turístico, el cual ha sido identificado como la vocación de la capital caucana y está priorizado en la agenda de competitividad del departamento. Por la carencia de

un producto turístico definido para la ciudad no se cuenta, a la fecha, con el flujo de visitantes esperado, ya que sólo existen dos eventos turísticos relevantes en Popayán: la conmemoración de la Semana Santa y el Congreso Gastronómico, con resultados positivos.

Considerando la importancia de que en el hotel se puedan establecer procesos de crecimiento y planeación financiera, debido al dinamismo que se espera que genere el proceso de paz, se hace necesario conocer el valor de la empresa para poder tomar decisiones de operación, financiación e inversión, buscando la generación de valor para los propietarios.

3. Objetivos

3.1 Objetivo general

Valorar por Flujo de Caja Descontado y por Valor a Precio Ajustado la empresa Hotel Achalay.

3.2 Objetivos específicos

- Realizar un diagnóstico financiero analizando los indicadores de liquidez, actividad, rentabilidad y endeudamiento.
- Calcular los flujos de caja futuros a través de la proyección de los estados financieros.
- Realizar el cálculo del costo de capital, para determinar si la empresa genera o destruye valor.
- Aplicar las metodologías de flujos de caja libre descontados y valor presente ajustado para calcular el valor de la empresa.

4. Marco referencial

Con la firma del acuerdo de paz se ha incrementado el flujo de turistas extranjeros en el Cauca, principalmente provenientes de Alemania, Francia y Estados Unidos, que llegan al departamento por su historia, cultura y naturaleza. Dentro de los municipios más visitados se encuentran Puracé, Silvia, Suárez, Páez e Inzá, dado que cuentan con atractivos turísticos como el volcán Puracé, la Represa de Salvajina, las comunidades indígenas y el Parque Arqueológico Nacional de Tierradentro. Popayán es la ciudad receptora por su riqueza arquitectónica; esto hace que se promuevan todas las empresas

que forman parte de la cadena de valor del turismo, incluyendo el hotelero, lo que se constituye como una oportunidad para el Hotel Achalay.

Durante los últimos ocho años, en Colombia, se ha presentado un incremento significativo en el número de prestadores de servicios turísticos inscritos en el Registro Nacional de Turismo (RNT), pasando de 15.883 empresas en el 2010 a 27.206 compañías activas al cierre de 2017, lo que representa un crecimiento del 71%, según cifras del Centro de Información Turística de Colombia (CITUR).

El sector hotelero en la ciudad de Popayán cuenta con 249 establecimientos de alojamiento de estancias cortas, de los cuales 57 se ubican en el sector histórico de la ciudad, incluido el Hotel Achalay.

El Hotel Achalay es una empresa que está ubicada en el centro histórico de Popayán. Sus propietarios actuales iniciaron operaciones el 7 de junio del 2007 con el objetivo de brindar a sus huéspedes un lugar tradicional y elegante para alojarse en la ciudad, con facilidades para el desplazamiento. La actividad económica del hotel, dentro de la clasificación CIIU, se ubica en el Grupo 551: actividades de alojamiento de estancias cortas.

Gracias a su trayectoria el hotel cuenta con convenios empresariales con agencias de viajes y empresas farmacéuticas, que le han permitido permanecer en el mercado y posicionarse en el segmento al que se dirige.

5. Marco conceptual

A continuación, se describen los conceptos sobre los cuales se soporta el desarrollo del presente trabajo de investigación, los cuales parten del concepto de generación de valor, pasando por la valoración de empresas y terminando en las decisiones financieras.

5.1 Generación de valor

La generación de valor se convierte en el principal objetivo financiero de una empresa, por lo cual, debe estar ligada a los objetivos empresariales trazados por los propietarios de la empresa, que se convierten a su vez en la base para la toma de decisiones. Tal como aduce García (2003), desde la

óptica de la gestión financiera la creación de valor se promueve a partir de cuatro procesos:

5.1.1 Definición y gestión de los inductores de valor

Los inductores de valor se clasifican en cuatro categorías (García, 2003):

- Macroinductores
- Inductores operativos y financieros
- Inductores estratégicos
- Microinductores

5.1.2 Identificación y gestión de los microinductores de valor

Para García (2003): “Los microinductores de valor son indicadores que a la medida de las características de la empresa están asociados con el mejoramiento de los inductores operativos y financieros. Se relacionan con los denominados ‘Indicadores de Desempeño’ o ‘Indicadores de Gestión’” (p. 20).

5.1.3 Valoración de la empresa

La estimación del valor de una empresa se realiza para determinar que el comportamiento de la unidad productiva está disminuyendo o aumentando. Los diferentes métodos de valoración de empresas buscan medir el efecto de las decisiones tomadas para direccionar el futuro de la empresa, sobre el patrimonio de los propietarios.

Por lo anterior, la valoración de empresas busca evidenciar los efectos que se generan sobre el valor de las empresas, a causa de las posibles decisiones que pueden tomarse para enfrentar los retos de un mercado dinámico en una economía globalizada. Esta modelación de los posibles efectos generados por las diferentes alternativas que se presentan, para definir la ruta de crecimiento de una empresa, permite tener un panorama técnico para la toma de decisiones.

Además del anterior propósito, otras de las razones para la valoración de una empresa están relacionadas con transacciones como venta, adquisición, fusión, capitalización, entre otros.

Continuando con lo expuesto por García (2003), para valorar una empresa se requiere:

El primer paso para valorar una empresa es la realización de un diagnóstico financiero y estratégico... Este diagnóstico permite determinar las eventuales necesidades de reestructuración operativa o financiera que requiera la empresa con el fin de incrementar su valor, lo cual queda plasmado en su Plan Financiero o Plan de Desarrollo y cuyo efecto monetario se traduce en unas proyecciones financieras. De las proyecciones financieras se extrae la información que permite determinar la estructura financiera adecuada de la empresa con la cual se obtiene su Costo de Capital. De esas mismas proyecciones se extrae la información necesaria para estimar, a su vez, el flujo de caja libre y el EVA (pp. 21-22).

5.1.4 Valoración por flujos de caja descontados

Los flujos de caja deben tomarse como referente para la toma de decisiones frente a la valoración de una alternativa de inversión, y no en términos de la posible utilidad que generará la alternativa de inversión que se está valorando.

Este método de valoración se realiza llevando a valor presente los flujos de caja libre futuros, descontados a una tasa definida según la metodología a seguir.

- Free cash flow (flujo de caja libre)
- Cash flow acciones (flujo de caja para los accionistas)
- Dividendos
- Capital cash Flow (flujo de caja de capital)
- APV

5.1.5 Creación de valor

La creación de valor se constituye en uno de los principales objetivos de la administración, con el fin de generar estabilidad y sostenibilidad en el mercado. Se evalúa a través de los siguientes criterios:

- Cash flow acciones (flujo de caja para los accionistas)
- Dividendos
- Capital cash flow (flujo de caja de capital)
- APV

5.1.6 Monitoreo del valor

Para el cual se establece un procedimiento. Se determinan las variables a las cuales se les realizará el seguimiento y la construcción y medición de indicadores, con el fin de monitorear los resultados derivados de la generación de valor.

5.2 Decisiones empresariales

Estas decisiones se clasifican en:

5.2.1 Decisiones operativas

Este tipo de decisiones se toman para gestionar la utilidad operativa, derivada del desarrollo de su objeto misional, y están dirigidas hacia la generación de valor en la medida en que los ingresos crezcan en mayor proporción a los costos y gastos.

5.2.2 Decisiones de inversión

Asociadas con el aumento de los activos, también tienen relación con la *utilidad operativa después de impuestos (UODI)*, como quiera que esta representa el flujo de caja que la empresa tiene disponible antes de realizar cualquier tipo de inversión y lógicamente antes de atender el servicio a la deuda y el reparto de utilidades, que son los rubros que finalmente se cubren con el FCL ...

Las decisiones de inversión generan valor para los propietarios en la medida en que en los flujos de caja libre que se produzcan como consecuencia de dichas decisiones esté implícita una rentabilidad

marginal superior al costo de capital...(García, 2003, p. 25).

5.2.3 Decisiones de financiación

Este tipo de decisiones están relacionadas con la estructura financiera de la empresa, con el fin de alcanzar un nivel de endeudamiento adecuado. También están directamente relacionadas con la capacidad de generar flujos de caja libre y la política de dividendos.

5.2.4 Decisiones de dividendos

Tienen efecto sobre el valor en la medida en que:

Siendo la empresa rentable por encima del costo de capital, mientras mayor sea la proporción de las utilidades netas que los propietarios decidan repartirse menores serán las posibilidades de crecimiento, y también menores las posibilidades de incrementar el valor (García, 2003, p. 26).

5.3 Costo de capital o WACC

Para una empresa el costo de capital representa el costo de su financiamiento y el rendimiento mínimo que deben generar las inversiones, con el fin de no destruir el valor de la empresa y de cubrir el total de sus fuentes de financiación, siendo estas el costo de la deuda y el costo del patrimonio.

6. Diagnóstico financiero

Para determinar la situación financiera de la empresa Hotel Achalay es necesario realizar un análisis de sus principales indicadores financieros de liquidez, actividad, endeudamiento y rentabilidad, con el fin de presentar una valoración completa que permita evidenciar el comportamiento de los estados financieros básicos, convirtiéndose en una herramienta de administración que sirve de base para la toma de decisiones.

6.1 Indicadores de liquidez

Por medio de los indicadores de liquidez es posible medir el grado de solvencia con la que cuenta la empresa en el corto plazo; es decir, los recursos y obligaciones convertibles en efectivo en una cantidad de tiempo menor a un

año, permitiendo medir el grado de cobertura de obligaciones a corto plazo. Las partidas más usadas para este propósito, por parte del activo corriente, es el disponible, las cuentas por cobrar o cartera, los inventarios y las inversiones de corto plazo. Por el lado de los pasivos corrientes se deben tener en cuenta los proveedores, las cuentas y los impuestos por pagar, las obligaciones financieras de corto plazo y las obligaciones laborales. En la revisión de liquidez de la empresa Hotel Achalay se evaluarán la razón corriente, la prueba ácida y la prueba hiperácida.

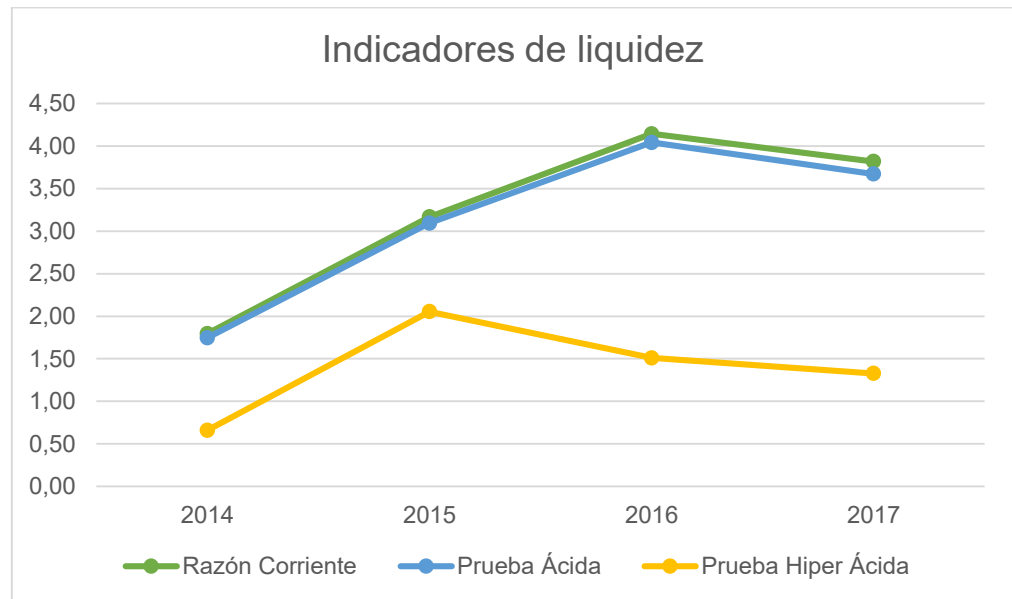
Con la razón corriente, que se obtiene al encontrar la relación de los activos corrientes sobre los pasivos corrientes, es posible identificar que el hotel presenta una solvencia económica adecuada, considerando que, por cada peso que tiene comprometido con acreedores de corto plazo cuenta con \$3.82 pesos en recursos de corto plazo, para el año 2017; y en promedio los últimos 4 años con \$3.23, dejando en evidencia su capacidad de pago frente a terceros de manera rápida. Teniendo en cuenta que la prueba ácida permite establecer la capacidad de pago que tiene la empresa en el corto plazo, sin necesidad de recurrir a los inventarios, los cuales, a pesar de ser activos de corto plazo son los menos líquidos, debido a que no es posible su conversión a efectivo rápidamente a diferencia de los otros activos corrientes.

El Hotel Achalay presenta resultados positivos debido a que en los últimos cuatro años no se ha visto en la necesidad de recurrir a sus inventarios para cubrir sus obligaciones de corto plazo; además, es necesario considerar que es una empresa de servicios que no presenta altos niveles de inventario, generando una liquidez inmediata de sus recursos. Durante los últimos cuatro años la empresa muestra un comportamiento creciente, y se proyecta que para los años siguientes tenga una capacidad de pago de \$3.67, demostrando una liquidez importante.

Por su parte, la prueba hiperácida permite conocer el nivel de capacidad de pago sin necesidad de recurrir a los inventarios, ni a las cuentas por cobrar o clientes, dejando en evidencia la gestión del disponible. Considerando lo anterior, es posible evidenciar que durante los últimos tres años el hotel no ha tenido la necesidad de vender sus inventarios, ni de cobrar su cartera para

cubrir sus obligaciones de corto plazo, debido a que ha mantenido niveles mayores a \$1 peso en cada periodo, y en promedio ha contado con \$1.39 pesos por cada peso que tiene comprometido en el corto plazo. Según los estados financieros, para los siguientes diez años la empresa tendría \$1.33 pesos para cubrir dichas obligaciones.

Figura 1. Indicadores históricos de liquidez 2014-2017



Fuente: elaboración propia con base en los estados financieros históricos del Hotel Achalay.

6.2 Indicadores de rentabilidad

A través de los indicadores de rentabilidad es posible realizar una evaluación de la gestión operativa y de la gestión financiera, considerando la capacidad de negociación respecto a ingresos, costos y gastos, así como respecto a las fuentes de financiación del activo con el que cuenta el hotel, bien sea con recursos propios o por medio de endeudamiento con terceros.

En el caso del Hotel Achalay se consideran los siguientes indicadores de rentabilidad operativos: margen bruto, margen operativo y margen neto, así como también los indicadores de rentabilidad financieros ROA y ROE, evidenciados en las figuras 2 y 3.

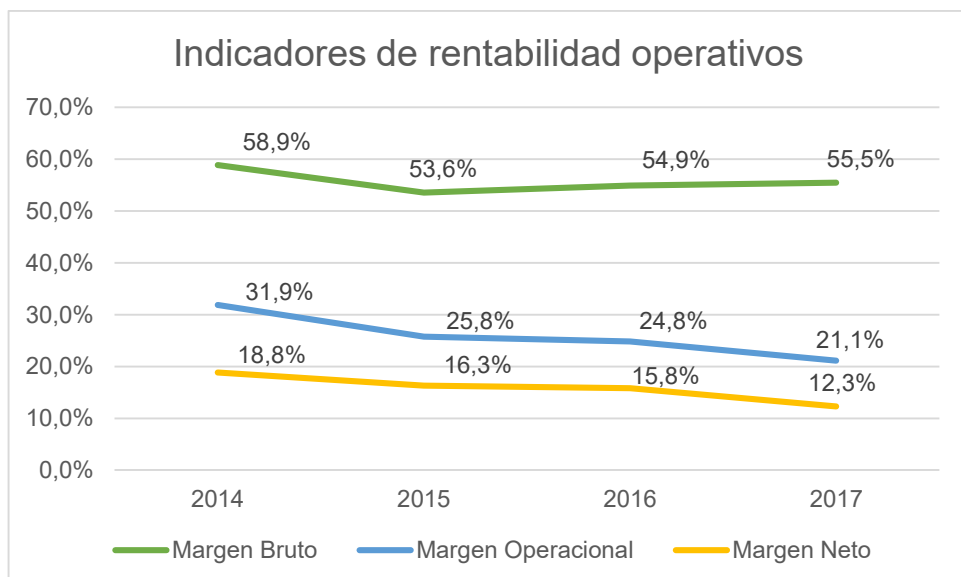
Durante el periodo comprendido entre los años 2014-2017 el margen bruto del hotel no ha presentado variaciones considerables, sin embargo, se evidencia que durante los tres últimos años ha tenido aumentos en la

generación de rentabilidad bruta, demostrando una gestión adecuada de los costos. En el año 2017 la empresa presentó una disminución de sus ingresos en un 4.3% respecto al año 2016, y a su vez los costos disminuyeron en un 5.55%, permitiendo mantener márgenes brutos crecientes.

En cuanto al margen operacional, la empresa presenta resultados favorables con márgenes en promedio de rentabilidad operacional de 25.9%. Aunque este resultado es positivo, por medio del estado de resultados se demuestra una disminución en la gestión de los gastos de administración y ventas debido a que en los últimos tres años se evidencia una disminución a nivel operativo, teniendo en cuenta que dichos gastos han aumentado de manera considerable. Durante el periodo 2015-2016 aumentó en 35.7%, y en el periodo 2016-2017 aumentó 12.2%; de manera general, es necesario tomar las medidas pertinentes encaminadas a mejorar los resultados operativos.

Por su parte, el margen neto de la compañía presenta una tendencia a disminuir en los últimos cuatro años, principalmente por el aumento de los gastos de administración y ventas, ya que en cuanto a la gestión de costos la empresa presenta buen manejo. En promedio, el hotel demuestra una rentabilidad neta de 15.8% y se proyecta para los siguientes años un margen neto de 12.3%.

Figura 2. Indicadores históricos de rentabilidad operativos 2014-2017

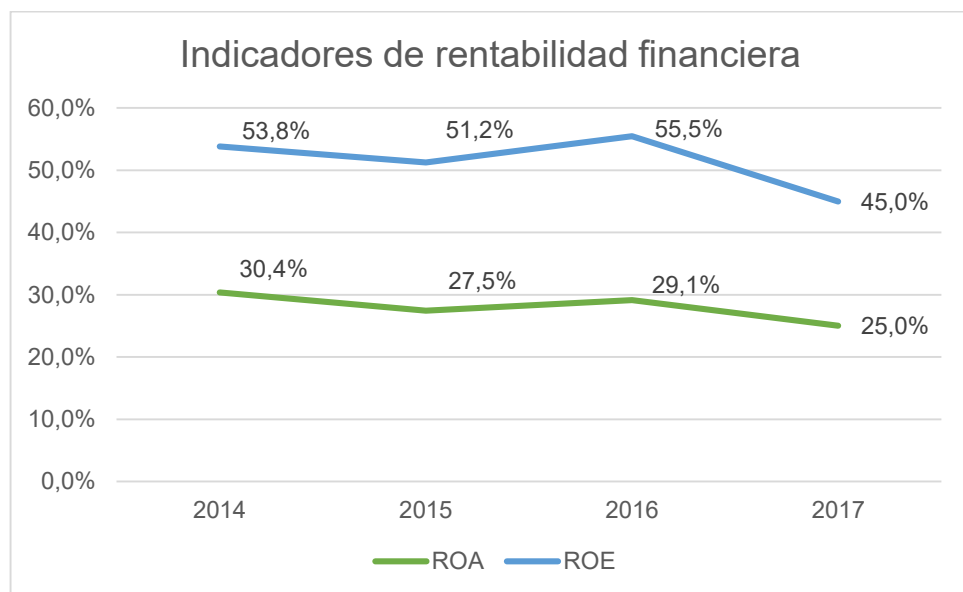


Fuente: elaboración propia propia con base en los estados financieros históricos del Hotel Achalay.

Al considerar el ROA, es decir la rentabilidad del activo, la empresa ha tenido resultados favorables, ya que independientemente de sus fuentes de financiación, es decir, con recursos propios o externos, los activos han generado utilidad neta suficiente para generar valor, considerando que el costo promedio ponderado de capital (WACC, por sus siglas en inglés) se proyecta en promedio en 14.24%, y la rentabilidad generada por los activos se ha mantenido por encima del 25% en los últimos cuatro años, dejando en evidencia resultados favorables en la gestión financiera de sus fuentes de financiación.

Así mismo, el ROE, rentabilidad del patrimonio, presenta resultados positivos, teniendo en cuenta que el costo del capital propio proyectado en promedio se encuentra en 15.1%, y la rentabilidad del patrimonio se sitúa en promedio en 51.4%, denotando que la empresa cumple con las expectativas de sus accionistas.

Figura 3. Indicadores históricos de rentabilidad financieros 2014-2017



Fuente: elaboración propia con base en los estados financieros históricos del Hotel Achalay.

6.3 Indicadores de endeudamiento

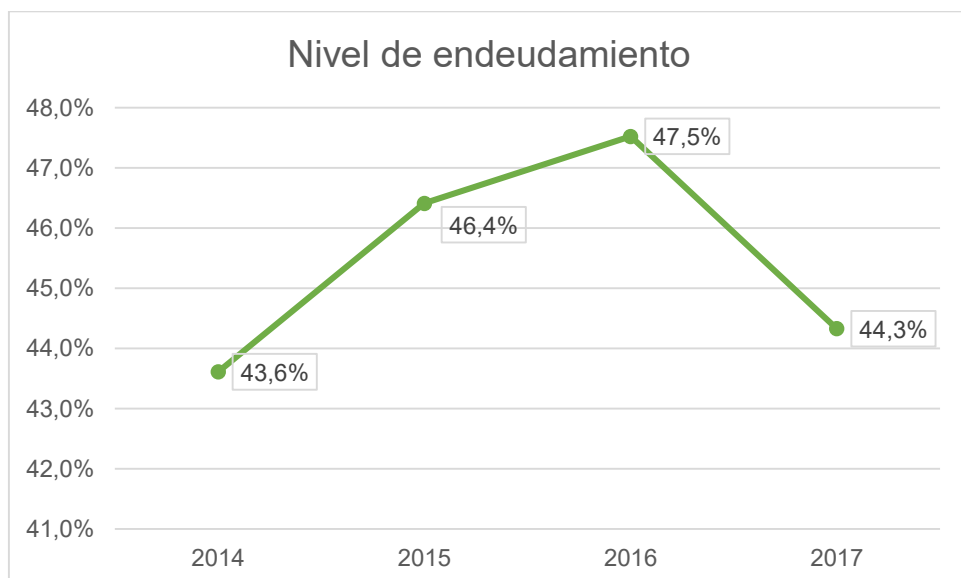
Por medio de los indicadores de endeudamiento es posible identificar la medida en que los recursos de la empresa están comprometidos con terceros y

con sus propios accionistas; es decir, cuál es el grado de financiación de los activos por medio de todas las fuentes internas a partir del patrimonio o capital propio, y externas como las obligaciones financieras de corto y largo plazo, los proveedores, los empleados, el estado, entre otros.

Los indicadores de endeudamiento se presentan bajo diferentes enfoques. Rara realizar el análisis de la empresa Hotel Achalay se evaluará el nivel de endeudamiento, es decir, la cantidad de recursos que fueron financiados con capital externo, y el apalancamiento total, que indica el nivel de compromiso del capital de los socios, frente a terceros, además del nivel de concentración de endeudamiento de corto y largo plazo.

El nivel de endeudamiento del hotel, en el último año, presentó una disminución de 3.2% respecto al año 2016, como consecuencia de un abono extraordinario en el año 2017 que disminuyó la deuda con el sector financiero. En promedio, durante los últimos cuatro años la empresa ha financiado sus recursos por medio de capital externo, en 45.5%, y con capital interno o propio ha financiado el 54.5%.

Figura 4. Nivel de endeudamiento años 2014-2017

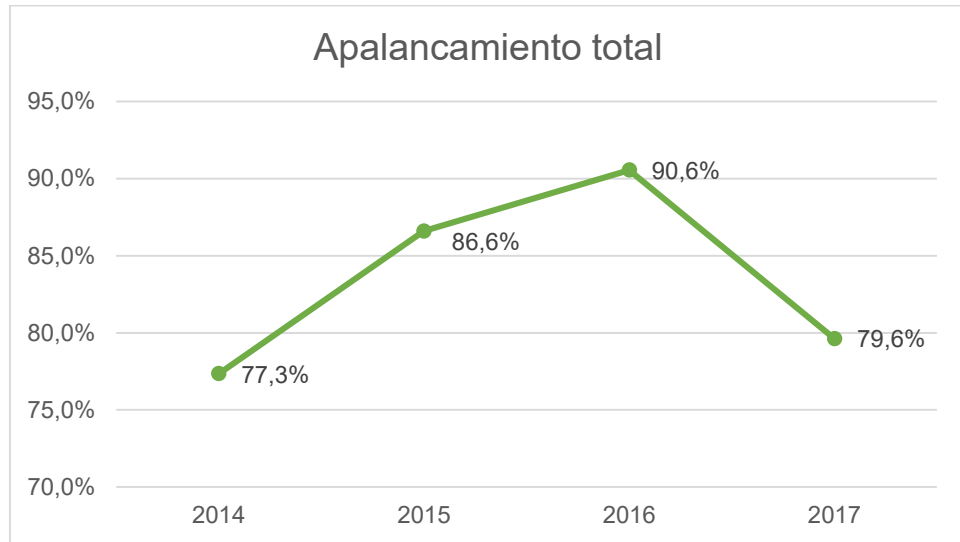


Fuente: elaboración propia con base en los estados financieros históricos del Hotel Achalay.

Teniendo en cuenta el apalancamiento total, es posible evidenciar que el hotel cuenta con un nivel de apalancamiento total moderado, donde el capital

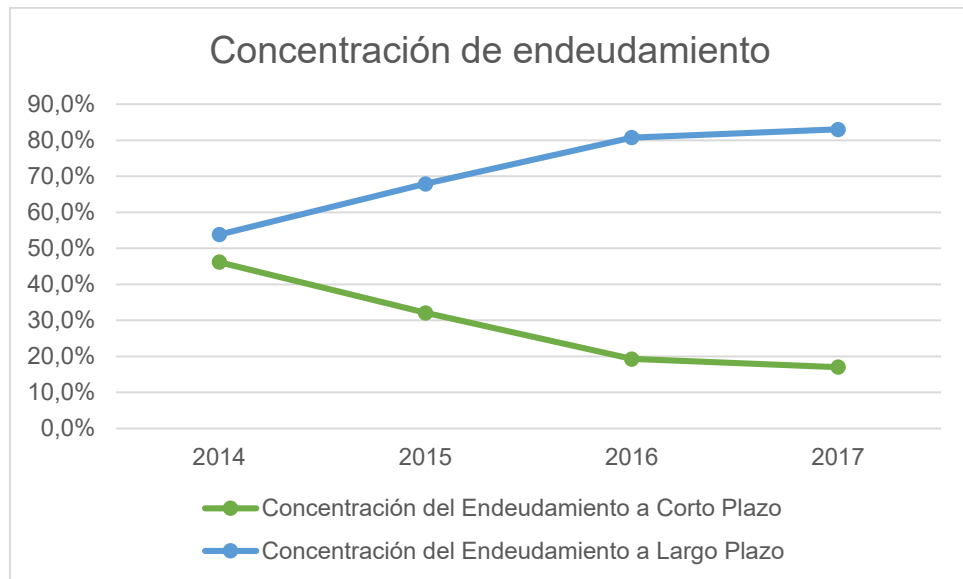
de los socios está comprometido con terceros en el año 2017, en un 79.6%, presentando una disminución considerable respecto al año 2016, donde el nivel de apalancamiento total fue del 90.6%. Es necesario implementar procesos de mejora continua respecto a las decisiones de financiación, de tal modo que los recursos internos no se vean altamente comprometidos con terceros.

Figura 5. Apalancamiento total en los años 2014-2017



Fuente: elaboración propia con base en los estados financieros históricos del Hotel Achalay.

Desde el año 2014 el hotel ha reestructurado la concentración de sus obligaciones; en ese mismo año presentaba un endeudamiento de corto plazo de 46.2%, mientras el endeudamiento de largo plazo se situaba en 53.8%. Con los años la brecha se ha vuelto más grande, siendo el endeudamiento de corto plazo el 17% de los recursos comprometidos con terceros, mientras que el 83% de las obligaciones con las que cuenta son de largo plazo, denotando que la empresa tiene una política conservadora en la financiación de sus activos, teniendo en cuenta que prefiere contar con liquidez inmediata y asumir costos mayores de financiación, ya que al ser de largo plazo este tipo de compromiso genera mayor riesgo para el emisor.

Figura 6. Nivel de concentración de endeudamiento en el periodo 2014-2017

Fuente: elaboración propia con base en los estados financieros históricos del Hotel Achalay.

6.4 Indicadores de actividad

Por medio de los indicadores de actividad es posible medir la gestión de la administración, de acuerdo con las decisiones operativas, considerando el nivel de rotación de inventarios, cartera, cuentas por pagar, activos fijos, además del capital de trabajo. Estas presentan a las empresas un reto constante, debido a que para establecer su pertinencia es necesario comparar sus resultados con las políticas institucionales, de acuerdo con el tipo de negociación, posición en el mercado y sector al que pertenece la compañía.

En la evaluación a los estados financieros de la empresa Hotel Achalay se medirá el nivel de inventarios, cuentas por cobrar y pagar y el ciclo del efectivo, considerando que estos indicadores demuestran la gestión operativa que ha presentado el hotel durante los últimos cuatro años, tomando como referencia el número de días que tarda en convertir su ciclo en efectivo.

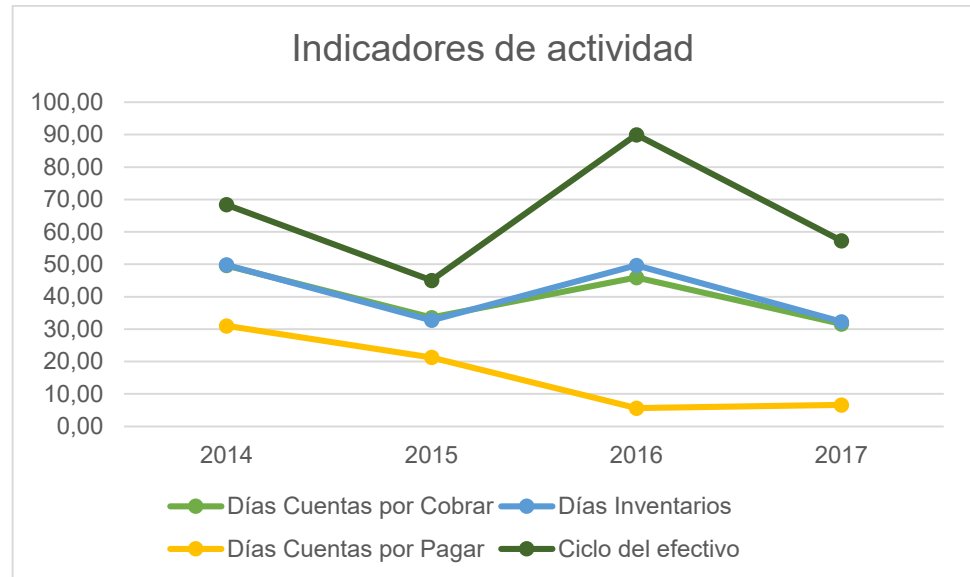
Al analizar las cuentas por cobrar del hotel se observa que presenta una rotación de cartera de 11.56 veces durante el año 2017; es decir, que cada 31.59 días hace efectivo el cobro a sus clientes. Durante los cuatro años anteriores este indicador no ha presentado cambios significativos, lo que

demuestra que la empresa tiene un manejo eficiente de cartera, al considerar factores como las estrategias para el otorgamiento, supervisión y cobro a sus clientes.

El inventario, por su parte, presenta una rotación cada 32.31 días en el año 2017, mejorando la gestión realizada en el año 2016, donde la rotación de los inventarios se presentaba cada 49.66 días. Al considerar que esta rotación permite conocer el número de días en que la empresa consume sus inventarios, de manera general, se proyecta que se usan los inventarios almacenados cada 32 días, es decir, que en el año la empresa espera rotar 11.30 veces al año sus inventarios. El hotel, al ser una empresa de servicios, no vende sus inventarios, sin embargo, presenta insumos para la prestación del servicio.

Al realizar un análisis de las cuentas por pagar el Hotel Achalay, durante los años 2016 y 2017, ha pagado a sus proveedores en menos de diez días, aprovechando los descuentos otorgados por pronto pago y evitando costos mayores de financiación. Esto es posible debido a que la empresa cuenta con liquidez inmediata gracias a la adecuada gestión de su cartera, lo que le permite cubrir sus obligaciones en el corto plazo con proveedores de manera eficiente.

En general, el ciclo de efectivo ha presentado una recuperación. En el año 2016 todo su ciclo operativo, en cuanto a los inventarios, cobro de cartera y pago a proveedores, se daba cada 89.97 días; es decir, cuatro veces en el año, mientras para el año 2017 el ciclo de efectivo se cumple cada 57.27 días, respondiendo a la liquidez adecuada que presenta el hotel en los últimos años. En la figura 7 se evidencia, de manera resumida, el ciclo de efectivo que presenta el hotel en el periodo 2014-2017.

Figura 7. Indicadores de actividad periodo 2014-2017

Fuente: elaboración propia con base en los estados financieros históricos del Hotel Achalay .

7. Criterios de valoración

Con el propósito de realizar un análisis financiero general a la empresa Hotel Achalay, es necesario considerar diferentes factores que permitan evaluar el comportamiento de los estados financieros, permitiendo realizar una serie de proyecciones que sirven de base para la toma de decisiones de financiación, operación e inversión. Con este propósito se establecen los flujos de caja históricos del periodo 2013-2017 y futuros en los periodos 2018-2028.

7.1 Proyecciones del balance general

La proyección del balance general se realizó tomando como base el periodo histórico 2013-2017, considerando las variaciones presentadas en el activo, pasivo y patrimonio, teniendo en cuenta que la empresa no ha considerado realizar un proyecto de expansión en el futuro previsible. Se evaluó el análisis horizontal del balance general permitiendo establecer el nivel de crecimiento de cada una de las partidas.

7.2 Proyecciones del estado de resultados

La proyección del estado de resultados de los siguientes diez años, periodo 2018-2028, se genera por medio de la variación histórica de los últimos cinco años en los ingresos, aplicando esta variación a los costos y gastos, además, se considera una tasa de impuestos del 33%.

7.3 Proyecciones financieras

Considerando la necesidad de evaluar la gestión financiera y los resultados obtenidos en los últimos años, se hace necesario realizar una serie de proyecciones financieras. Tanto de los estados financieros, el balance general y el estado de resultados, como de los flujos de caja, los indicadores financieros y demás, siendo referentes para la toma de decisiones acertadas que den como resultado la generación de valor de la empresa.

7.3.1 Costo del capital

El WACC asocia los costos de financiación de fuentes internas y externas, convirtiéndose en un nivel mínimo de rentabilidad, considerando que al llegar a este punto de rentabilidad la empresa tiene la capacidad de cubrir sus fuentes de financiación de manera adecuada, convirtiéndose en el inicio de la generación de valor. A continuación, se presenta su formulación:

$$WACC = \frac{Deuda}{Deuda + Patrimonio} \cdot Kd \cdot (1 - T) + \frac{Patrimonio}{Deuda + Patrimonio} \cdot Ke$$

$$WACC = \%D \cdot Kd \cdot (1 - T) + \%E \cdot Ke$$

Donde:

Ke = costo del patrimonio

Kd = costo de la deuda

T = tasa de impuestos

D = valor de mercado de la deuda

E = valor de mercado del patrimonio

A partir de las proyecciones del Hotel Achalay se presenta, en la tabla 1, la estructura financiera para la determinación del costo de capital.

Tabla 1.

Estructura financiera de la empresa Hotel Achalay

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
%Dt-1	16.56%	17.74%	17.80%	18.25%	18.28%	18.29%	18.28%	18.28%	18.28%	18.28%
%E	83.44%	82.26%	82.20%	81.75%	81.72%	81.71%	81.72%	81.72%	81.72%	81.72%

Fuente: elaboración propia con base en los estados financieros históricos del Hotel Achalay.

A continuación se presenta la estructura financiera del hotel, con una financiación por medio de capital externo o deuda del 18%, y del 82% con recursos propios.

Para el cálculo del costo de la deuda (K_d) se tuvo en cuenta la siguiente fórmula:

$$K_d = \frac{\text{Intereses}}{\text{Saldo final periodo anterior}}$$

El costo del patrimonio utilizado para estimar el WACC se refiere únicamente al costo del capital propio de los inversionistas en la empresa. Para la presente valoración se calculó utilizando la metodología CAPM (Capital Asset Pricing Model, por sus siglas en inglés), así:

$$K_e = r_f + \beta_u \cdot (r_m - r_f) + RP$$

Donde:

- Tasa libre de riesgo (r_f): corresponde a la tasa de retorno de un activo de riesgo bajo. Y es bajo porque ya que se conoce su retorno esperado en determinado periodo. Para la presente valoración se toman como referencia los bonos del Tesoro americano (Treasury) con maduración a diez años.
- Beta desapalancado (β_u): corresponde al riesgo sistémico de la empresa. Para la presente valoración se utiliza el beta calculado por Damodaran (2018) (con corte a enero de 2018), correspondiente al sector "Hotel/Gaming".

- Rentabilidad de mercado (r_m): es la tasa de rentabilidad promedio del mercado. Para esta valoración se tomó la serie desde el 2008 hasta el 2017 del índice de S&P 500 (Standard & Poor's 500), para poder determinar el rendimiento promedio anual.
- Riesgo País (RP): mide el riesgo adicional que tiene el inversionista cuando está vinculado al mercado de un país emergente. Este riesgo adicional, regularmente, se estima calculando la diferencia entre un activo libre de riesgo del país analizado y un activo libre de riesgo de un mercado madurado. Esta diferencia fue tomada del EMBIG (índice de bonos de mercados emergentes) calculado y publicado en la sección de datos estadísticos del Banco Central de Perú.

Adicionalmente, para obtener la proyección del costo de capital, utilizando la fórmula de Fisher, se debe convertir la tasa de dólares a pesos, ya que los parámetros usados son del mercado americano. Para ello se tomó la devaluación de proyecciones económicas del Grupo Bancolombia (“Índices económicos”, 2018):

$$K_e(\$) = (1 + \text{Devaluación}) \cdot (1 + K_e(\text{US\$})) - 1$$

Por último, se calculó el costo de la deuda después de impuestos, esto con el objetivo de realizar una comparación con el costo del patrimonio, así:

Tabla 2.

Costo de la deuda después de impuestos

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Kd	15.35%	15.61%	15.52%	15.60%	15.60%	15.64%	15.66%	15.69%	15.71%	15.74%
Kdt	10.29%	10.46%	10.40%	10.45%	10.45%	10.48%	10.49%	10.51%	10.53%	10.54%
Ke	8.29%	14.68%	13.33%	16.04%	16.46%	16.45%	16.44%	16.44%	16.43%	16.43%

Fuente: elaboración propia con base en los estados financieros del Hotel Achalay.

De acuerdo con los resultados de la tabla 2, es posible evidenciar que a partir del año 2020 el costo de la deuda, después de aplicar el beneficio tributario, es menor al costo de la financiación con capital propio.

Para la proyección del costo de capital de la empresa Hotel Achalay se presentan, a continuación, los cálculos de las variables necesarias.

Tabla 3.

Costo de capital promedio ponderado Hotel Achalay

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Tasa libre de riesgo (Treasury 10 años)	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
Beta desapalancado (Damodaram- Hotel/Gaming)	74.0%	74.0%	74.0%	74.0%	74.0%	74.0%	74.0%	74.0%	74.0%	74.0%
Rendimiento del mercado (S&P500)	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%
Riesgo País (Banco Central del Perú-EMBI-)	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
Ku(US\$)	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%	12.2%
Devaluación (Proyecciones Bancolombia)	-2.4%	2.4%	1.4%	3.4%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%	3.7%
Ku(\$)	9.5%	14.8%	13.7%	16.0%	16.3%	16.3%	16.3%	16.3%	16.3%	16.3%
%Dt-1	16.6%	17.7%	17.8%	18.3%	18.3%	18.3%	18.3%	18.3%	18.3%	18.3%
%E	83.4%	82.3%	82.2%	81.7%	81.7%	81.7%	81.7%	81.7%	81.7%	81.7%
Kd	15.4%	15.6%	15.5%	15.6%	15.6%	15.6%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%
Ke	8.3%	14.7%	13.3%	16.0%	16.5%	16.4%	16.4%	16.4%	16.4%	16.4%
WACC	8.6%	13.9%	12.8%	15.0%	15.4%	15.4%	15.4%	15.4%	15.4%	15.4%

Fuente: elaboración propia con base en los estados financieros del Hotel Achalay.

A partir del año 2023 se estima que el WACC se mantendrá en 15.36%, para una relación deuda/patrimonio de 18% y 82%, respectivamente.

8. Valoración por flujo de caja libre descontado

Para establecer la valoración financiera del Hotel Achalay, durante los diez años siguientes, se considerará la proyección de los flujos de caja descontados del periodo 2018 a 2028, estableciendo el valor terminal en este último año, el cual considera el valor de los flujos de caja de la empresa a perpetuidad, como se puede evidenciar en la siguiente tabla.

Tabla 4.

Proyección de los flujos de caja por el método de flujos de caja descontados

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
NOPLAT		29,708,524	30,481,803	30,924,245	31,551,139	32,099,922
Inversión Neta		- 283,586	- 2,466,958	- 1,411,505	- 1,999,952	- 1,750,759
Flujo de caja Libre		29,424,938	28,014,844	29,512,740	29,551,187	30,349,163
Varlor Terminal						
VOE	228,748,981	219,041,357	221,533,755	220,396,540	223,956,271	228,004,307

	2024	2025	2026	2027	2028
NOPLAT	32,704,449	33,296,827	33,911,915	34,532,264	35,167,068
Inversión Neta	- 1,928,598	- 1,889,837	- 1,962,289	- 1,979,074	- 2,025,187
Flujo de caja Libre	30,775,851	31,406,990	31,949,626	32,553,190	33,141,881
Varlor Terminal					249,785,442
VOE	232,240,293	236,494,100	240,853,963	245,276,545	249,785,442

Fuente: elaboración propia con base en los estados financieros del Hotel Achalay.

Posteriormente, se descuentan los flujos de caja a la tasa del costo de capital para hallar el valor justo de la compañía, que en el caso del Hotel Achalay fue el siguiente:

Tabla 5.

Valor de la compañía Hotel Achalay por el método de flujos de caja descontados.

	Vr. Terminal	VOE	Vr. Empresa	Vr. Acción
Optimista	\$ 324,223,680	\$ 324,072,199	\$ 286,305,112	\$ 2,863
Moderado	\$ 249,785,442	\$ 228,571,622	\$ 190,804,535	\$ 1,908
Pesimista	\$ 202,395,907	\$ 202,287,100	\$ 164,520,013	\$ 1,645

Fuente: Elaboración propia con base en los estados financieros del Hotel Achalay.

Por medio de la tabla anterior se puede evidenciar que la empresa tiene un valor optimista de \$286,305,112, un valor moderado de \$190,804,535 y un valor pesimista de \$164,520,013. Indicando a sus socios un punto de partida en la búsqueda de financiación o posible venta del hotel, se consideró un nivel de acciones de 100,000, generando un precio por acción optimista de \$2,863, moderado de \$1,908 y pesimista de \$1,645. Estos resultados son favorables para el nivel de activos con el que cuenta la empresa.

9. Valoración por método APV

Este método consiste en sumarle el beneficio tributario, adquirido por el pago de intereses de la deuda, a los flujos de caja futuros, descontados al Ku (costo de recursos propios desapalancados). Se elige la tasa Ku porque representa el valor de la empresa sin deuda; lo que busca este método es determinar que el valor de la empresa con deuda o apalancada es igual, separar el valor de la empresa que no tiene deuda y sumarle el valor que puede producir el ahorro tributario o la deducibilidad de intereses.

En la tabla 6 se visualiza el valor que representa cada uno de los componentes de este método de valoración para la empresa Hotel Achalay, así:

Tabla 6.

Participación de los componentes de valor de la Hotel Achalay año 2019

Componente	2019	Porcentaje
Valor presente flujo de caja libre	\$ 217,893,098	95%
Valor presente del AI	\$ 10,678,524	5%
Valor operativo de la empresa	\$ 228,571,622	100%

Fuente: elaboración propia con base en los estados financieros del Hotel Achalay.

A partir del uso del método APV se puede cuantificar la participación de la deuda en el valor de la empresa. La participación de la deuda se refleja a través del Ahorro Impositivo (AI), que en la presente valoración es del 5%, mientras que el 95% restante corresponde a la operación del negocio, como se puede observar a continuación.

Adicionalmente, se visualiza que el porcentaje de ahorro impositivo de la empresa es bajo con relación a la operación del negocio; sin embargo, es un porcentaje considerable que determina un alivio tributario.

10. Sensibilizaciones

A partir de los resultados arrojados por la valoración, producto de las decisiones tomadas por las directivas de la empresa en los últimos años, se

recomienda implementar algunas nuevas estrategias que puedan cambiar la valoración de la empresa:

- Reestructuración de la deuda aumentando la participación de largo plazo, con el objetivo de liberar la carga que actualmente tienen los accionistas para la financiación de los activos de la empresa. Esta carga constituye un riesgo para los dueños de la empresa. Adicionalmente, se debe tener en cuenta el valor que puede generar el aumento de la deuda vía ahorro tributario, disminuyendo el costo de capital, lo que traería como resultado una mayor generación de valor.
- Mantener la estructura financiera con mayor porcentaje de participación en la deuda a largo plazo; es la forma más eficiente, dado que el patrimonio resulta más costoso para la compañía, como se evidenció en la tabla 2, a partir del año 2020. Se hace más económico adquirir financiación externa que continuar con la financiación de capital propio.
- Diversificar el mercado objetivo mejorando estrategias de venta, buscando nuevos nichos o posibilidades comerciales para aumentar los ingresos de la empresa y sus accionistas.
- Teniendo en cuenta la sensibilidad del modelo, ante cambios en el costo de capital y el gradiente “g”, que es la tasa de crecimiento a perpetuidad, se ejecutaron diferentes escenarios que mostraban un resultado optimista, moderado y pesimista.

Tabla 7.

Cambios en el WACC y gradiente “g”

		g		
		0.84%	1.84%	2.84%
WACC	13.35%	\$ 267,100,241	\$ 293,180,932	\$ 324,223,680
	15.35%	\$ 230,289,410	\$ 249,785,442	\$ 272,397,836
	17.35%	\$ 202,395,907	\$ 217,580,092	\$ 234,856,910

Fuente: elaboración propia a partir de los estados financieros del Hotel Achalay.

Lo anterior evidencia que el modelo es más sensible a los cambios en el costo de capital que en el gradiente “g”. Adicionalmente, la variación entre el escenario pesimista y moderado es del 13%, y entre el escenario moderado y

el optimista es del 17%, lo que es indicio de una sensibilidad alta en el modelo ante cambios, tanto en el WACC como en el gradiente “g”.

11. Conclusiones

Con el fin de realizar la valoración de la empresa Hotel Achalay, se presenta un diagnóstico financiero tanto de los estados financieros históricos de cinco años como la proyección de diez años. A partir de dicho diagnóstico se concluye que la empresa tiene un nivel de liquidez adecuado, considerando que puede cubrir sus obligaciones de corto plazo sin inconveniente alguno; esto obedece a que tiene una buena gestión de cartera, inventarios y una rotación adecuada de cuentas por pagar, lo que genera una eficiencia en el capital de trabajo. En cuanto a la rentabilidad operativa con los márgenes bruto, operacional y neto, la empresa tiene un manejo adecuado de costos y gastos; respecto a la rentabilidad financiera el ROA y ROE demuestran la generación de valor en los últimos cuatro años.

Posteriormente, se realiza la proyección de los flujos de caja, estableciendo el costo de la deuda y el costo del patrimonio considerando el modelo CAPM; esto con el propósito de determinar el WACC, que al ser comparado con el ROIC (Return On Invested Capital, por sus siglas en inglés), es menor, por lo tanto se cumple con la condición necesaria para la generación de valor.

De acuerdo con el método de valoración APV, se puede concluir que podría incrementar su nivel de endeudamiento de largo plazo, con el fin de disminuir el costo de capital por medio del ahorro impositivo, creando valor para los accionistas.

Finalmente, se realiza la valoración por el método de flujos de caja descontados y por el método APV, arrojando un valor optimista de \$286,302,112, un valor moderado de \$190,804,535 y un valor pesimista de \$164,520,013.

12. Referencias

Damodaran, A. (2018). Data: Current. Recuperado de <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

García, O. L. (2003). *Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA*. Medellín: Digital Express.

Investigaciones económicas (2018). Recuperado de <https://www.grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capitalinteligente/investigaciones-economicas>

13. Anexos

Anexo 1. Balance general histórico y proyectado (2013-2017)

Activos	2013	2014	2015	2016	2017
Caja	\$ 4,650,800	\$ 3,245,000	\$ 3,787,000	\$ 5,899,000	\$ 2,360,000
Bancos	\$ 12,345,900	\$ 8,750,000	\$ 24,464,000	\$ 9,095,000	\$ 5,900,000
Cuentas por cobrar	\$ 10,345,000	\$ 12,450,300	\$ 8,235,000	\$ 13,463,000	\$ 9,413,000
Clientes	\$ 5,649,000	\$ 8,760,000	\$ 6,800,000	\$ 12,808,000	\$ 7,875,000
Anticipo de impuestos	\$ 1,120,000	\$ 874,000	\$ 1,435,000	\$ 655,000	\$ 1,538,000
Materiales y suministros	\$ 950,000	\$ 980,000	\$ 1,050,000	\$1,050,000.00	\$1,080,000.00
Total Activo Corriente	\$ 35,060,700	\$ 35,059,300	\$ 45,773,015	\$ 42,972,016	\$ 28,168,017
Muebles y enseres	\$ 28,876,000	\$ 27,305,000	\$ 27,650,000	\$ 63,696,000	\$ 63,696,000
Equipo de Oficina	\$ 4,800,000	\$ 5,980,000	\$ 6,139,885	\$ 6,200,000	\$ 5,940,000
Equipo de computacion	\$ 8,580,000	\$ 12,400,000	\$ 12,400,000	\$ 12,400,000	\$ 11,200,000
Vehiculo	\$ 32,354,000	\$ 32,690,000	\$ 29,235,000	\$ 24,250,000	\$ 24,250,000
Total Activo fijo	\$ 74,610,000	\$ 78,375,000	\$ 75,424,885	\$ 106,546,000	\$ 105,086,000
Depreciacion Acumulada	\$ (12,549,000)	\$ (16,548,900)	\$ (24,180,000)	\$ (36,358,800)	\$ (35,398,800)
Activo fijo neto	\$ 62,061,000	\$ 61,826,100	\$ 51,244,885	\$ 70,187,200	\$ 69,687,200
Total Activo	\$ 97,121,700	\$ 96,885,400	\$ 97,017,900	\$ 113,159,216	\$ 97,855,217
Pasivos					
Proveedores	\$ 4,560,000	\$ 5,451,913	\$ 4,420,000	\$ 1,449,000	\$ 1,615,000
Obligaciones laborales	\$ 1,866,469	\$ 3,600,000	\$ 2,345,000	\$ 1,547,000	\$ 2,217,000
Cuentas por pagar	\$ 7,650,000	\$ 9,687,527	\$ 6,806,700	\$ 6,341,126	\$ 2,564,741
Impuestos por pagar	\$ 821,000	\$ 769,000	\$ 875,000	\$ 1,031,000	\$ 980,000
Total Pasivo Corriente	\$ 14,897,469	\$ 19,508,440	\$ 14,446,700	\$ 10,368,126	\$ 7,376,741
Deuda financiera a largo plazo	\$ 22,545,000	\$ 22,745,000	\$ 30,580,000	\$ 43,408,000	\$ 36,001,000
Total Pasivo no Corriente	\$ 22,545,000	\$ 22,745,000	\$ 30,580,000	\$ 43,408,000	\$ 36,001,000
Total Pasivo	\$ 37,442,469	\$ 42,253,440	\$ 45,026,700	\$ 53,776,126	\$ 43,377,741
Capital	\$ 23,800,000	\$ 23,000,000	\$ 23,120,000	\$ 23,500,000	\$ 27,219,000
Reservas	\$ 2,267,170	\$ 2,220,000	\$ 2,232,000	\$ 2,944,741	\$ 2,757,772
Utilidad del ejercicio	\$ 33,612,061	\$ 29,411,960	\$ 26,639,200	\$ 32,938,349	\$ 24,500,704
Utilidad de ejercicios anteriores					
Total Patrimonio	\$ 59,679,231	\$ 54,631,960	\$ 51,991,200	\$ 59,383,090	\$ 54,477,476
Total Pasivo y patrimonio	\$ 97,121,700	\$ 96,885,400	\$ 97,017,900	\$ 113,159,216	\$ 97,855,217

Balance general histórico y proyectado (2018-2022)

Activos	2018	2019	2020	2021	2022
Caja	\$ 2,475,774	\$ 2,483,204	\$ 2,547,839	\$ 2,584,820	\$ 2,637,220
Bancos	\$ 6,189,434	\$ 6,208,009	\$ 6,369,596	\$ 6,462,051	\$ 6,593,049
Cuentas por cobrar	\$ 9,874,770	\$ 9,904,405	\$ 10,162,205	\$ 10,309,709	\$ 10,518,707
Clientes	\$ 8,261,321	\$ 8,286,114	\$ 8,501,792	\$ 8,625,195	\$ 8,800,044
Anticipo de impuestos	\$ 1,613,449	\$ 1,618,291	\$ 1,660,413	\$ 1,684,514	\$ 1,718,663
Materiales y suministros	\$ 1,132,981	\$ 1,136,381	\$ 1,165,960	\$1,182,883.90	\$1,206,863.21
Total Activo Corriente	\$ 29,547,729	\$ 29,636,404	\$ 30,407,805	\$ 30,849,174	\$ 31,474,546
Muebles y enseres	\$ 66,820,710	\$ 67,021,245	\$ 68,765,731	\$ 69,763,864	\$ 71,178,110
Equipo de Oficina	\$ 6,231,396	\$ 6,250,097	\$ 6,412,780	\$ 6,505,861	\$ 6,637,748
Equipo de computacion	\$ 11,749,434	\$ 11,784,695	\$ 12,091,437	\$ 12,266,944	\$ 12,515,619
Vehiculo	\$ 25,439,623	\$ 25,515,969	\$ 26,180,121	\$ 26,560,125	\$ 27,098,549
Total Activo fijo	\$ 110,241,163	\$ 110,572,007	\$ 113,450,069	\$ 115,096,794	\$ 117,430,026
Depreciacion Acumulada	\$ (37,135,345)	\$ (37,246,792)	\$ (38,216,283)	\$ (38,770,991)	\$ (39,556,953)
Activo fijo neto	\$ 73,105,818	\$ 73,325,215	\$ 75,233,786	\$ 76,325,802	\$ 77,873,072
Total Activo	\$ 102,653,546	\$ 102,961,619	\$ 105,641,592	\$ 107,174,976	\$ 109,347,618
Pasivos					
Proveedores	\$ 1,694,226	\$ 1,699,311	\$ 1,743,542	\$ 1,768,850	\$ 1,804,707
Obligaciones laborales	\$ 2,325,759	\$ 2,332,738	\$ 2,393,457	\$ 2,428,198	\$ 2,477,422
Cuentas por pagar	\$ 2,690,559	\$ 2,698,633	\$ 2,768,876	\$ 2,809,066	\$ 2,866,011
Impuestos por pagar	\$ 1,028,075	\$ 1,031,161	\$ 1,058,001	\$ 1,073,358	\$ 1,095,117
Total Pasivo Corriente	\$ 7,738,619	\$ 7,761,843	\$ 7,963,875	\$ 8,079,471	\$ 8,243,257
Deuda financiera a largo plazo	\$ 37,767,087	\$ 37,880,430	\$ 38,866,414	\$ 39,430,558	\$ 40,229,891
Total Pasivo no Corriente	\$ 37,767,087	\$ 37,880,430	\$ 38,866,414	\$ 39,430,558	\$ 40,229,891
Total Pasivo	\$ 45,505,706	\$ 45,642,273	\$ 46,830,289	\$ 47,510,029	\$ 48,473,148
Capital	\$ 28,554,272	\$ 28,639,966	\$ 29,385,431	\$ 29,811,960	\$ 30,416,305
Reservas	\$ 2,893,059	\$ 2,901,741	\$ 2,977,270	\$ 3,020,485	\$ 3,081,716
Utilidad del ejercicio	\$ 25,702,625	\$ 25,779,761	\$ 26,450,779	\$ 26,834,711	\$ 27,378,702
Utilidad de ejercicios anteriores		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Total Patrimonio	\$ 57,149,956	\$ 57,321,468	\$ 58,813,480	\$ 59,667,156	\$ 60,876,724
Total Pasivo y patrimonio	\$ 102,655,662	\$ 102,963,741	\$ 105,643,769	\$ 107,177,185	\$ 109,349,872

Balance general histórico y proyectado (2023-2027)

Activos	2023	2024	2025	2026	2027
Caja	\$ 2,683,090	\$ 2,733,620	\$ 2,783,134	\$ 2,834,546	\$ 2,886,399
Bancos	\$ 6,707,725	\$ 6,834,049	\$ 6,957,835	\$ 7,086,366	\$ 7,215,997
Cuentas por cobrar	\$ 10,701,663	\$ 10,903,204	\$ 11,100,695	\$ 11,305,756	\$ 11,512,572
Clientes	\$ 8,953,107	\$ 9,121,718	\$ 9,286,940	\$ 9,458,497	\$ 9,631,521
Anticipo de impuestos	\$ 1,748,556	\$ 1,781,486	\$ 1,813,754	\$ 1,847,259	\$ 1,881,051
Materiales y suministros	\$ 1,227,855	\$ 1,250,979	\$ 1,273,638	\$1,297,165.29	\$1,320,894.29
Total Activo Corriente	\$ 32,021,996	\$ 32,625,056	\$ 33,215,996	\$ 33,829,590	\$ 34,448,434
Muebles y enseres	\$ 72,416,143	\$ 73,779,932	\$ 75,116,313	\$ 76,503,926	\$ 77,903,410
Equipo de Oficina	\$ 6,753,201	\$ 6,880,382	\$ 7,005,007	\$ 7,134,409	\$ 7,264,919
Equipo de computacion	\$ 12,733,308	\$ 12,973,110	\$ 13,208,093	\$ 13,452,085	\$ 13,698,163
Vehiculo	\$ 27,569,886	\$ 28,089,101	\$ 28,597,880	\$ 29,126,165	\$ 29,658,969
Total Activo fijo	\$ 119,472,538	\$ 121,722,525	\$ 123,927,293	\$ 126,216,585	\$ 128,525,460
Depreciacion Acumulada	\$ (40,244,985)	\$ (41,002,906)	\$ (41,745,594)	\$ (42,516,754)	\$ (43,294,512)
Activo fijo neto	\$ 79,227,553	\$ 80,719,620	\$ 82,181,699	\$ 83,699,831	\$ 85,230,949
Total Activo	\$ 111,249,549	\$ 113,344,676	\$ 115,397,695	\$ 117,529,421	\$ 119,679,382
Pasivos					
Proveedores	\$ 1,836,098	\$ 1,870,676	\$ 1,904,560	\$ 1,939,743	\$ 1,975,226
Obligaciones laborales	\$ 2,520,513	\$ 2,567,981	\$ 2,614,495	\$ 2,662,792	\$ 2,711,502
Cuentas por pagar	\$ 2,915,861	\$ 2,970,774	\$ 3,024,584	\$ 3,080,457	\$ 3,136,807
Impuestos por pagar	\$ 1,114,164	\$ 1,135,147	\$ 1,155,708	\$ 1,177,057	\$ 1,198,589
Total Pasivo Corriente	\$ 8,386,636	\$ 8,544,578	\$ 8,699,347	\$ 8,860,049	\$ 9,022,125
Deuda financiera a largo plazo	\$ 40,929,627	\$ 41,700,442	\$ 42,455,764	\$ 43,240,044	\$ 44,031,033
Total Pasivo no Corriente	\$ 40,929,627	\$ 41,700,442	\$ 42,455,764	\$ 43,240,044	\$ 44,031,033
Total Pasivo	\$ 49,316,263	\$ 50,245,020	\$ 51,155,111	\$ 52,100,093	\$ 53,053,158
Capital	\$ 30,945,350	\$ 31,528,133	\$ 32,099,204	\$ 32,692,169	\$ 33,290,205
Reservas	\$ 3,135,318	\$ 3,194,364	\$ 3,252,224	\$ 3,312,302	\$ 3,372,894
Utilidad del ejercicio	\$ 27,854,912	\$ 28,379,494	\$ 28,893,534	\$ 29,427,280	\$ 29,965,592
Utilidad de ejercicios anteriore	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Total Patrimonio	\$ 61,935,579	\$ 63,101,992	\$ 64,244,962	\$ 65,431,751	\$ 66,628,691
Total Pasivo y patrimonio	\$ 111,251,842	\$ 113,347,012	\$ 115,400,073	\$ 117,531,844	\$ 119,681,849

ANEXO 2. Estado de resultados histórico y proyectado (2013-2027)

AÑO	2013	2014	2015	2016	2017
Servicio de alojamiento	\$ 148,457,000	\$ 156,098,000	\$ 163,379,000	\$ 208,759,000	\$ 199,771,000
Costo	-\$ 60,195,870	-\$ 64,197,250	-\$ 75,846,010	\$ (94,143,103)	\$ (88,956,479)
Utilidad Bruta	\$ 88,261,130	\$ 91,900,750	\$ 87,532,990	\$ 114,615,897	\$ 110,814,521
Gastos Admon y Ventas	\$ (35,353,130)	\$ (34,567,750)	\$ (37,356,990)	\$ (50,692,440)	\$ (56,873,814)
Depreciación	\$ (5,469,000)	\$ (7,564,000)	\$ (8,060,000)	\$ (12,119,600)	\$ (11,799,600)
Utilidad Operativa	\$ 47,439,000	\$ 49,769,000	\$ 42,116,000	\$ 51,803,857	\$ 42,141,107
Otros ingresos					
Intereses	\$ (2,009,870)	\$ (2,145,000)	\$ (2,356,000)	\$ (2,642,143)	\$ (5,572,893)
Diversos					
Utilidad antes de impuesto	\$ 45,429,130	\$ 47,624,000	\$ 39,760,000	\$ 49,161,715	\$ 36,568,215
Impuestos	\$ (11,817,069)	\$ (18,212,040)	\$ (13,120,800)	\$ (16,223,366)	\$ (12,067,511)
Utilidad Neta	\$ 33,612,061	\$ 29,411,960	\$ 26,639,200	\$ 32,938,349	\$ 24,500,704
	2018	2019	2020	2021	2022
Servicio de alojamiento	\$ 209,571,088	\$ 210,200,030	\$ 215,671,296	\$ 218,801,758	\$ 223,237,288
Costo	\$ (93,320,382)	\$ (93,600,445)	\$ (96,036,757)	\$ (97,430,728)	\$ (99,405,835)
Utilidad Bruta	\$ 116,250,706	\$ 116,599,585	\$ 119,634,539	\$ 121,371,030	\$ 123,831,453
Gastos Admon y Ventas	\$ (59,663,851)	\$ (59,842,907)	\$ (61,400,550)	\$ (62,291,777)	\$ (63,554,550)
Depreciación	\$ (12,378,448)	\$ (12,415,597)	\$ (12,738,761)	\$ (12,923,664)	\$ (13,185,651)
Utilidad Operativa	\$ 44,208,407	\$ 44,341,081	\$ 45,495,228	\$ 46,155,590	\$ 47,091,252
Otros ingresos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Intereses	\$ (5,684,351)	\$ (5,798,038)	\$ (5,913,998)	\$ (6,032,278)	\$ (6,152,924)
Diversos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Utilidad antes de impuesto	\$ 38,524,057	\$ 38,543,043	\$ 39,581,230	\$ 40,123,312	\$ 40,938,328
Impuestos	-\$ 12,712,938.73	\$ (12,719,204)	\$ (13,061,806)	\$ (13,240,693)	\$ (13,509,648)
Utilidad Neta	\$ 25,811,118	\$ 25,823,839	\$ 26,519,424	\$ 26,882,619	\$ 27,428,680
	2023	2024	2025	2026	2027
Servicio de alojamiento	\$ 227,120,152	\$ 231,397,433	\$ 235,588,748	\$ 239,940,748	\$ 244,329,975
Costo	\$ (101,134,844)	\$ (103,039,484)	\$ (104,905,844)	\$ (106,843,756)	\$ (108,798,245)
Utilidad Bruta	\$ 125,985,308	\$ 128,357,949	\$ 130,682,904	\$ 133,096,992	\$ 135,531,730
Gastos Admon y Ventas	\$ (64,659,982)	\$ (65,877,703)	\$ (67,070,950)	\$ (68,309,942)	\$ (69,559,534)
Depreciación	\$ (13,414,995)	\$ (13,667,635)	\$ (13,915,198)	\$ (14,172,251)	\$ (14,431,504)
Utilidad Operativa	\$ 47,910,331	\$ 48,812,611	\$ 49,696,756	\$ 50,614,798	\$ 51,540,693
Otros ingresos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Intereses	\$ (6,275,982)	\$ (6,401,502)	\$ (6,529,532)	\$ (6,660,123)	\$ (6,793,325)
Diversos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Utilidad antes de impuesto	\$ 41,634,349	\$ 42,411,109	\$ 43,167,224	\$ 43,954,675	\$ 44,747,367
Impuestos	\$ (13,739,335)	\$ (13,995,666)	\$ (14,245,184)	\$ (14,505,043)	\$ (14,766,631)
Utilidad Neta	\$ (13,739,335)	\$ (13,995,666)	\$ (14,245,184)	\$ (14,505,043)	\$ (14,766,631)

