



**Colegio de Estudios
Superiores de Administración**

Valoración y planeación estratégica del Hotel Pinares Plaza de Pereira

Daniela Ramírez Navarro

**Colegio de Estudios Superiores de Administración –CESA-
Trabajo de grado
Bogotá
2014**

Valoración y planeación estratégica del Hotel Pinares Plaza de Pereira

Daniela Ramírez Navarro

**Director de trabajo de grado:
Juan Santiago Correa**

**Colegio de Estudios Superiores de Administración –CESA-
Trabajo de grado
Bogotá
2014**

Contenido

1. Introducción.....	6
2. Planteamiento del problema	6
3. Pregunta de investigación.....	7
4. Justificación.....	7
5. Misión.....	8
6. Visión	8
7. Momentos Clave.....	8
8. Marco Teórico	8
9. Estado del Arte	12
9.1 Tendencias mundiales.....	16
10. Análisis estratégico.....	18
10.1 Variables estratégicas.....	18
10.2 Juego de actores	19
11. Desarrollo del proyecto	23
11.1 Supuestos de proyección	23
11.1.1 Supuestos macroeconómicos	23
11.1.2 Ingreso.....	24
11.1.3 Gastos Operacionales.....	25
11.1.4 Flujo de caja.....	27
11.2 Valoración	35
13. Bibliografía.....	38

Índice tablas:

Tabla 1. Métodos de valoración

Tabla 2. Matriz DOFA

Tabla 3. Principales cifras de la cadena de hoteles Dann Carton en Colombia

Tabla 4. Variables estratégicas

Tabla 5. Mapa estratégico del hotel Pinares Plaza

Tabla 6. Supuestos macroeconómicos

Tabla 7. Proyección de la ocupación

Tabla 8. Proyección de la tarifa promedio

Tabla 9. Supuestos de proyección de los gastos operacionales

Tabla 10. Proyección del flujo de caja

Tabla 11. Rotaciones de capital de trabajo del hotel Pinares Plaza

Tabla 12. Rotaciones de capital de trabajo del hotel de Pereira

Tabla 13. Rotaciones de capital de trabajo del hotel Castilla Real (Pereira)

Tabla 14. Rotaciones de capital de trabajo del Armenia Hotel

Tabla 15. Rotaciones de capital de trabajo del hotel Carretero (Manizales)

Tabla 16. Principales indicadores financieros del hotel Pinares Plaza

Tabla 17. Principales indicadores financieros del hotel de Pereira

Tabla 18. Principales indicadores financieros del hotel Castilla Real (Pereira)

Tabla 19. Principales indicadores financieros de Armenia Hotel

Tabla 20. Principales indicadores financieros del hotel Carreteto (Manizales)

Tabla 21 Principales supuestos del costo de capital

Índice de gráficos

Gráfico 1. Múltiplo de compañías comparables en el mundo y en Latinoamérica

Gráfico 2. Múltiplo de transacciones comparables en el mundo y en Latinoamérica

Gráfico 3. Ocupación hotelera promedio en Colombia

Gráfico 4. Rango de precios promedio en Colombia

Gráfico 5. Plano de influencias / dependencias indirectas

Gráfico 6. Histograma de los extremums

Gráfico 7. Escenarios tendencial y apuesta

Gráfico 8. Escenarios probables

Gráfico 9. Proyección de ingresos

Gráfico 10. Proyección de los gastos operacionales

Gráfico 11. Proyección de la utilidad y el margen operacional

Gráfico 12. Proyección del EBITDA y el margen EBITDA

Gráfico 13. Proyección de la inversión de capital de trabajo

Gráfico 14. Proyección del CAPEX

Gráfico 15. Proyección de los gastos / ingresos no operacionales

Gráfico 16. Rangos de valor

1. Introducción

En este proyecto se busca realizar la valoración del Hotel Pinares Plaza, localizado en la ciudad de Pereira y fundado el 25 de marzo del 2009. El accionista mayoritario, Álvaro Ramírez, está interesado en realizar la valoración de la compañía con el fin de analizar alternativas estratégicas, como la posible venta de la participación mayoritaria del hotel a otras cadenas hoteleras existentes en el mercado sin presencia en Pereira u otros potenciales inversionistas. Para la valoración de la empresa se utilizará el método de flujos de caja descontados del accionista. El mayor reto para dicho proceso será el de construir flujos que representen lo más objetivamente posible la realidad de la compañía, y dada la naturaleza familiar de la misma esto se presenta como un problema que requerirá de bastante trabajo y análisis para resolver. El segundo reto de la valoración será encontrar un costo de capital que refleje correctamente el riesgo en el que incurre un inversionista al entrar en el negocio hotelero en una ciudad intermedia como Pereira. La falta de empresas comparables en la región hace aún más complejo el análisis. Finalmente, se harán análisis de sensibilidad, con el propósito de entregar a Álvaro Ramírez un rango de valor que refleje realmente el valor del hotel, de una forma totalmente imparcial y que le permita tomar decisiones. En caso tal de que se decida realizar un proceso de mercadeo del hotel, se debe preparar unos documentos donde muestren el potencial que tiene tanto el hotel como la ciudad. Pereira tiene un gran potencial de crecimiento no solo por su excelente ubicación geográfica, sino también por las múltiples obras que se prevén para los próximos meses como son la modernización del aeropuerto Matecaña, el Tren de Occidente, las autopistas de la Prosperidad, Zona Franca y el parque temático de Flora y Fauna. El alcalde Enrique Vásquez afirma que Pereira tiene el potencial para convertirse en uno de los centros turísticos del país.

2. Planteamiento del problema

La valoración de una empresa es un trabajo que requiere de una cooperación dinámica de dos partes: la empresa siendo valorada y la banca de inversión o analista privado que realiza la valoración. La valoración busca encontrar o aproximar el valor del activo. Como una consecuencia de esto, la valoración juega un papel central en análisis de adquisición, pues los potenciales interesados en comprar deben determinar un valor justo de la empresa de interés antes de hacer una oferta, y los socios interesados en vender deben realizar la misma labor para tener un rango de referencia y poder saber si es razonable aceptar la oferta o no (Damodaran, 1994). Si no se realizara el proceso de valoración, los dueños de una empresa no tendrían bases objetivas para proponer, aceptar o rechazar una oferta de compra ya que se pueden dejar llevar por el valor

sentimental que la compañía tiene para ellos; y esto los podría llevar a rechazar una oferta justa que refleja el valor real de la compañía; o por otro lado, sin tener un criterio objetivo podrían aceptar ofertas por montos inferiores.

En el caso del Hotel Pinares Plaza, existe actualmente un fuerte interés del accionista mayoritario, Álvaro Ramírez, en analizar posibles alternativas estrategias. Sin embargo, Álvaro no cuenta con las herramientas ni el personal suficiente para realizar la valoración de su compañía de la forma más objetiva posible. Por lo tanto, decidí proponerle hacer la valoración de su hotel dado mi profundo interés por el área de finanzas y el hecho de que estoy realizando mi práctica empresarial en una banca de inversión.

3. Pregunta de investigación

¿Cuál es el rango de valor del Hotel Pinares Plaza dada su evolución financiera y dado el hecho de que es una empresa que lleva aproximadamente 4 años en el mercado pereirano?

4. Justificación

El objetivo principal de este trabajo es realizar la valoración del Hotel Pinares Plaza y es un proyecto de grado que contribuiría a satisfacer tanto la necesidad de Álvaro de conocer un rango de valoración de su hotel, como mi necesidad de realizar un proyecto de grado que sea motivador teniendo en cuenta mi área de interés que son las finanzas y el entorno en el que me desenvuelvo que es una banca de inversión en donde es necesario saber construir modelos financieros objetivos que reflejen la realidad en el mayor detalle posible. Dada una cercanía familiar con Álvaro, el acceso a la información y la disponibilidad de la empresa y sus trabajadores para tener una comunicación directa y continua durante el desarrollo del trabajo de grado no será un problema. Esto es un factor clave para el desarrollo de la valoración ya que de la veracidad y de la disponibilidad de la información depende en gran parte la objetividad de la valoración.

Adicionalmente, el hecho de contratar una banca de inversión o un inversionista privado para realizar la valoración de una compañía implica incurrir en gastos muy altos que pueden ser representativos para la compañía teniendo en cuenta que es una empresa relativamente nueva en el mercado. Por lo tanto, el hecho de escoger realizar la valoración del hotel Pinares Plaza como mi proyecto de grado es una decisión que satisface tanto mis intereses como el interés del accionista mayoritario. Así Álvaro decida no realizar ninguna oferta o ninguna transacción respecto al hotel, es importante tener el conocimiento de un rango de valor objetivo de su empresa a la hora tomar decisiones o realizar un direccionamiento estratégico de la misma.

5. Misión

El hotel Pinares Plaza busca satisfacer al cliente ofreciendo una excelente relación precio / beneficio.

6. Visión

Ser el hotel más reconocido en Risaralda y por ende, tener la mayor participación de mercado frente a sus competidores y estar en el top of mind de los clientes.

7. Momentos Clave

El hotel Pinares Plaza fue fundado el 25 de marzo del 2009, por lo tanto, es un hotel relativamente nuevo en el mercado y del orden de venta de los COP 550 MM. Sin embargo, para el 2011 sus ventas se incrementaron de forma considerable a casi COP 1.000 MM, debido a dos eventos importantes en Pereira (torneo suramericano de tenis y una conferencia de negocios en Expofuturo). El año 2012 no fue comparable al 2011, en el sentido en el que las ventas cayeron en un 52,6%, a COP 460 MM. Sin embargo, es normal que se presente este tipo de caídas para este año ya que el 2011 fue un año atípico. Es decir, que para el 2012 las ventas se “normalizaron”.

8. Marco Teórico

La mayoría de las valoraciones se hacen con un interés de venta por parte de los propietarios o por un interés de compra de potenciales inversionistas. Esta decisión puede involucrar diferentes alternativas como, entre otras:

- Interés de algún socio en vender su participación o en comprar la participación accionista.
- Intención de fusionar dos empresas con el fin de conformar una empresa más fuerte financiera y operativamente
- Escisión de una parte de la empresa con el fin de conformar otra sociedad
- Intención de capitalizar la empresa con aportes adicionales o con el ingreso de nuevos socios
- Intención de realizar una Oferta Pública de Adquisición
- Dación en pago de una parte de la empresa como consecuencia de una deuda generada

7454522

(García, s.f)

Para cualquiera que sea el propósito de la valoración, existen varios métodos para valorar empresas, que se pueden dividir en seis grandes categorías que son (Fernández, 2008):

- Métodos de balance
- Cuenta de resultados
- Mixtos (*goodwill*)
- Descuento de flujos
- Creación de valor
- Opciones

Según Pablo Fernández (2008), los métodos conceptualmente correctos para valorar una compañía son los que son basados en el descuento de flujo de fondos ya que la empresa es considerada como un ente generados de flujos de fondos, y por esta razón sus acciones y su deuda son consideradas como activos financieros. Adicionalmente, el método de valoración por flujos descontados es el que se utiliza en la mayoría de bancas de inversión, fondos de capital privado o consultoras en la actualidad. Para la valoración de una compañía a través del método de flujo de caja descontado, existen cuatro tipos con sus respectivas tasas de descuento:

Tabla 1. Métodos de valoración

Flujo de fondos de accionistas	Ke: Rentabilidad exigida de los accionistas
Flujo de fondos para la deuda	Kd: Rentabilidad exigida a la deuda
Flujo de fondos libre	WACC: Costo ponderado de los recursos (deuda y accionistas)
Flujo de caja de capital	WACC antes de impuestos

Nota: Métodos de valoración. Tomado de *Métodos de valoración de empresas* (Fernández, 2008)

Por esta razón, el método de valoración que utilizaré es el de flujos de caja libres descontados. Según este método específico, el valor de la empresa puede representarse de la siguiente forma:

$$V = E + D$$

Donde D representa el valor de la deuda y E el valor de las acciones. Por lo tanto, el valor intrínseco de las acciones puede expresarse, según Altair (2007), como

$$E = V - D$$

Para realizar la valoración por flujo de caja libre descontado, existe una metodología estándar que se debe seguir (Fernández, 2002):

1. Análisis histórico y estratégico de la empresa y su sector.
2. Construcción y proyección de los flujos futuros.
3. Determinación del coste (rentabilidad exigida) de los recursos.
4. Actualización de los flujos futuros.

Interpretación de resultados.

Con el fin de entender a fondo cada uno de los pasos, se explicarán a continuación:

1. Análisis histórico y estratégico de la empresa y su sector

En este paso se debe analizar la situación financiera de la compañía. Esto implica realizar el análisis detallado de la evolución histórica de la compañía, de sus inversiones, de su estructura de deuda. Para ello, es necesario realizar análisis vertical, horizontal y aplicar indicadores financieros para identificar los elementos clave de la situación financiera del Hotel Pinares Plaza. Adicionalmente, se debe evaluar el sector al que pertenece, su participación de mercado y sus principales competidores. (Fernández, Valoración de empresas, 2002)

2. Construcción y proyección de los flujos futuros

El flujo de caja libre es el saldo que queda disponible después de descontar las inversiones realizadas en activos fijos y las necesidades operativas de fondos, que posteriormente, puede ser utilizado o para repartir utilidades a los accionistas o para cubrir la deuda (intereses y principal). (Pulido, 2009) Después de construir los flujos de caja libre adecuados, se debe elaborar un horizonte de proyección que incluye un periodo explícito y un periodo de perpetuidad. Generalmente, el periodo explícito debe estar entre 5 y 15 años, en los cuales se debe proyectar el flujo de caja teniendo en cuenta variables macroeconómicas, variables históricas y variables específicas de proyección de la empresa. (García, Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA, 2003)

En cuanto al valor terminal del periodo de perpetuidad existen dos métodos principales que son el valor de liquidación y el valor presente de los flujos a perpetuidad. El primero supone que la empresa no va seguir operando más por lo que se calcula obteniendo el valor de mercado de los activos en el momento en el que se hace el análisis. El segundo método supone que la empresa va a seguir operando y se calcula

$$[CF(1 + g)]/(r - g),$$

Donde “CF” es el último flujo de efectivo proyectado en el periodo explícito, “r” es la tasa de descuento (que definiremos en el siguiente paso) y “g” es un gradiente de crecimiento del flujo de efectivo. (Basu, s.f) El gradiente de crecimiento debe estar cercano al crecimiento de la economía y de la inflación, como lo dice Oscar León García.

3. Determinación del coste (rentabilidad exigida) de los recursos

El costo promedio ponderado de capital corresponde al promedio ponderado entre el coste de la deuda y la rentabilidad exigida de los accionistas (Fernández, papers.ssrn.com, 2013). Dado que una compañía puede aumentar su capital de tres fuentes principales que son el capital, la deuda y las acciones preferenciales, se deben ponderar los tres costes. El coste de capital (Ke) refleja el riesgo de inversión en la empresa, el costo (después de impuestos) de la deuda (Kd) es la función del riesgo de insolvencia de la empresa y el costo de las acciones preferenciales (Kps) es una función de su posición intermedia en términos de riesgo entre la deuda y el capital. Por lo tanto la fórmula del costo promedio ponderado de capital es:

$$\left[Ke * \frac{E}{D + E + PS} \right] + \left[Kd * \frac{D}{D + E + PS} \right] + \left[Kps * \frac{PS}{D + E + PS} \right]$$

(Damodaran, Investment Valuation, 2002)

En caso de que la compañía no tenga acciones preferenciales, solamente se pondera el costo de capital con el costo de la deuda.

El costo de capital (Ke) es la tasa de retorno que los inversionistas requieren para realizar cualquier inversión de capital. Según el CAPM,

$$Ke = Rf + \beta l(Rm - Rf)$$

Donde Rf es la tasa libre de riesgo (generalmente se toma como referencia los bonos del tesoro americano a 10 años), Rm es el retorno esperado del mercado y βl es el beta apalancado es el riesgo de invertir en una compañía respecto al mercado, suponiendo que la compañía tiene deuda. Por lo tanto:

- $\beta < 1$: El riesgo de invertir en la compañía es menor que el mercado
- $\beta = 1$: El riesgo de invertir en la compañía es igual al mercado
- $\beta > 1$: El riesgo de invertir en una compañía es mayor que el mercado

El beta apalancado se calcula:

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

Donde t significa la tasa impositiva que se está aplicando en el país de operación de la compañía.

(Damodaran, Investment Valuation, 2002)

4. Actualización de los flujos futuros

Una vez calculado un WACC apropiado en relación a la compañía que se pretende valorar, se debe encontrar el valor presente de todos los flujos proyectados anteriormente incluyendo el valor terminal, descontados a la tasa del WACC. A través de este proceso se llega al valor de las acciones de la compañía, también conocido como el *Enterprise Value*. A este valor se le debe restar la deuda, ya que cuando se compra una compañía, se compra la deuda de esta misma, por lo tanto se debe incluir en el valor. Al restar la deuda del *Enterprise Value*, se obtiene el *Equity Value*, que es el valor final de la compañía.

5. Interpretación de los resultados

Este es el último paso de la valoración, donde se debe comparar el valor obtenido con el valor de empresas similares y se debe realizar un análisis de sensibilidad sobre variables importantes para la compañía (Fernández, Valoración de empresas, 2002). Adicionalmente, se debe tener en cuenta, como lo dice Lucas Ramírez, director de instituciones financieras de Banca de Inversión Bancolombia, que el valor obtenido se debe tener como un valor de referencia y no como un valor irrefutable ya que finalmente el valor de cualquier empresa, el valor que paga el mercado por ella (L. Ramírez, entrevista personal, fecha).

9. Estado del Arte

En este caso en particular, para definir el estado del arte se van a analizar los múltiplos de compañías comparables a nivel mundial y en América Latina; y se van a analizar los múltiplos de las transacciones que se han realizado los últimos 5 años a nivel mundial y en América Latina. Se tiene que hacer de esta forma ya que, generalmente, las transacciones que se hacen son confidenciales, como el valor de la transacción. Las bancas de inversión que participan en este tipo de fusiones y adquisiciones deben mantener la información confidencial por exigencia de los clientes. Por lo tanto se va a estudiar información pública para ver los múltiplos de mercado comparables.

Gráfico 1. Múltiplo de compañías comparables en el mundo y en Latinoamérica

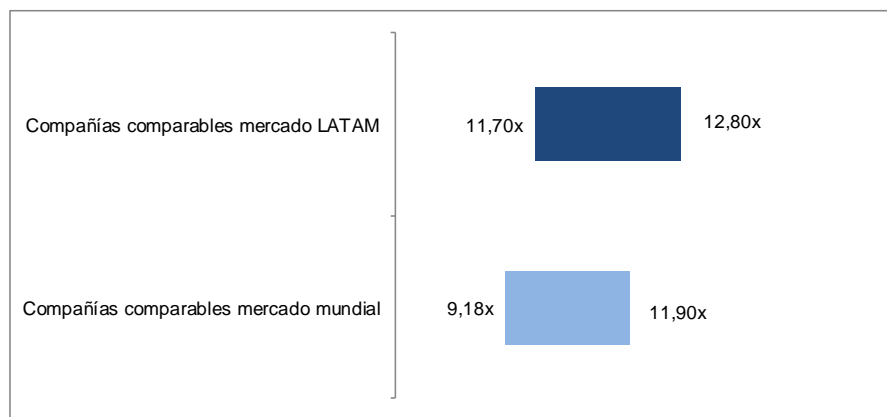
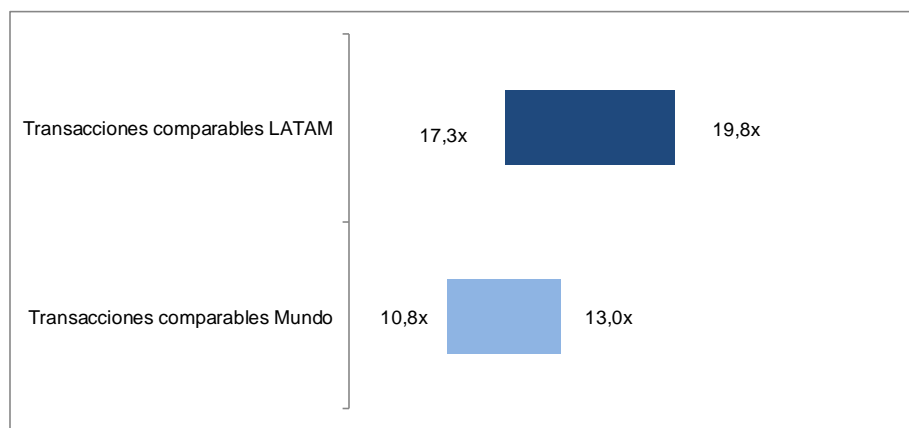


Gráfico 2. Múltiplo de transacciones comparables en el mundo y en Latinoamérica



Elaboración propias a partir de Capital IQ (2014)

Para la elaboración de ambos gráficos, se tomaron los datos de la base de datos internacional, Capital IQ, con el fin de obtener los datos internacionales y a nivel de Latinoamérica. Sin embargo, con el fin de limpiar los resultados, se quitaron los datos atípicos a través de una fórmula estadística en donde se obtiene el cuartil menor, el cuartil mayor y el rango intercuartil (IP). Luego se multiplica 1,5 por el rango intercuartil y a ese resultado se le suma el mayor cuartil y se le resta al menor cuartil. Los datos que sean mayores que el $IP + \text{cuartil mayor}$ y los datos que sean menores que el $\text{cuartil menor} - IP$ se eliminan de la base de datos (Finn, s.f)

Para seleccionar los rangos inferiores y superiores, decidí utilizar como criterio los percentiles 25 y 75 para incluir el 50% de las compañías en el análisis. Por lo tanto para interpretar las gráficas, se puede decir que en una muestra mundial las compañías que

transan en bolsa tienen un rango de valor de entre 9,18 y 11,90 veces EBITDA y en una muestra latinoamericana el rango de valor está entre 11,7 y 12,8 veces EBITDA para las compañías en Latinoamérica. En cuanto a las transacciones comparables, que son las transacciones que se han realizado en los últimos 5 años, en una muestra mundial, las transacciones comparables presentan un valor de la compañía de entre 10,8 y 13 veces EBITDA y en una muestra latinoamericana presentan un rango de valor de entre 17,3 y 19,8 veces EBITDA. Las diferencias que se perciben entre las muestras internacionales y latinoamericanas se pueden presentar debido a que Latinoamérica se percibe como una región con mucho potencial en cuanto a turismo, lo que hace que los valores que se ofrecen y se pagan por lo hoteles son mayores que los de las muestras internacionales.

Tabla 2. Matriz DOFA

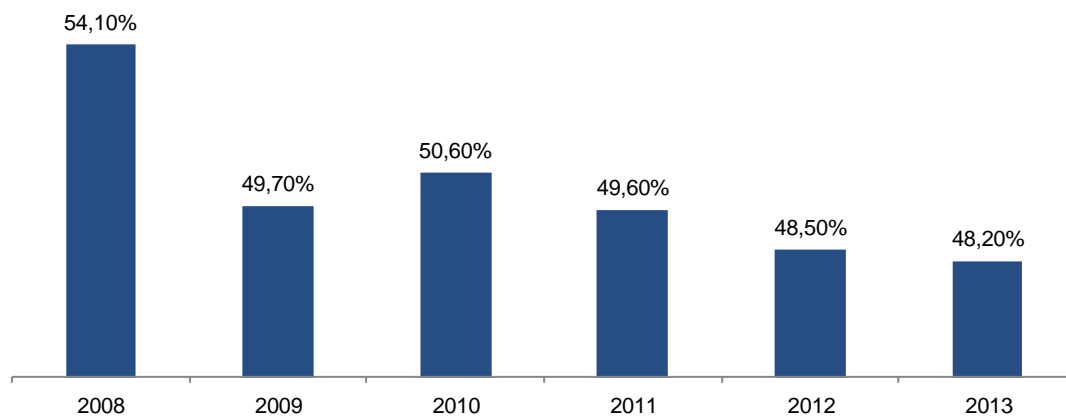
ASPECTOS FAVORABLES	
<p>Internos (Fortalezas)</p> <p>La mejor localización de la ciudad</p> <p>Exclusividad</p> <p>Seguridad del sitio</p> <p>Tamaño de negocio (45 habitaciones que le otorgan capacidad de facturar y de alojamiento)</p> <p>Tarifas competitivas (US\$75)</p> <p>Relación Costo / Beneficio</p> <p>Elasticidad de la administración para otorgar descuentos</p> <p>Servicio al cliente</p> <p>Costos fijos controlados</p> <p>Bajo endeudamiento (más que todo capital privado)</p>	<p>Del entorno nacional y mundial (debilidades)</p> <p>Pereira es una ciudad con gran fortaleza comercial (Reuniones y conferencias)</p> <p>Excelente clima</p> <p>Algunos eventos e hitos turísticos (Semana Santa, fiestas de la cosecha, termales)</p> <p>Excelente ubicación de Pereira en el eje cafetero</p> <p>Pereira es una ciudad con gran potencial de desarrollo industrial, comercial, turístico, etc.</p>
ASPECTOS DESFAVORABLES	
<p>Internos (Debilidades)</p> <p>Servicios de restaurantes terciarizados y no propios</p> <p>Parqueadero pequeño</p> <p>Mala contabilidad</p> <p>Problemas con los sistemas de información</p>	<p>Del entorno nacional y mundial (Amenazas)</p> <p>Gobierno con dificultades (mala calidad de gerencia pública)</p> <p>Deterioro de las calles y del espacio público (infraestructura)</p> <p>Desorden general (no hay políticas rigurosas)</p> <p>Problemas de seguridad</p>

Elaboración propia

9.1 Tendencias mundiales

La ocupación promedio en Colombia ha evolucionado de la siguiente manera:

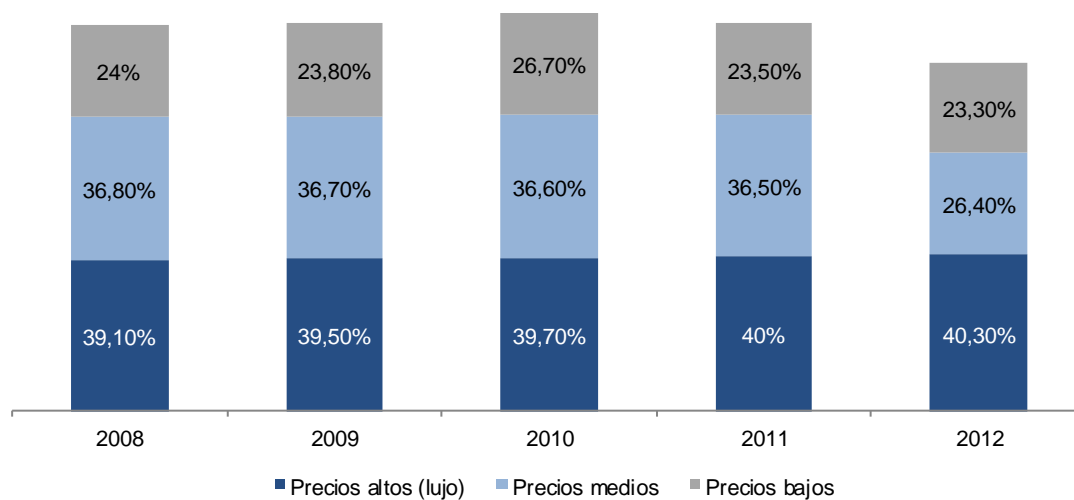
Gráfico 3. Ocupación hotelera promedio en Colombia



Elaboración propia, a partir de Euromonitor International

Los rangos de precios de los hoteles en Colombia son:

Gráfico 4. Rango de precios promedio en Colombia



Elaboración propia a partir de Euromonitor International

El Hotel Pinares Plaza se ubica en la categoría de hoteles de precio medio que, según lo muestra la gráfica, han disminuido, de representar el 36,8% en el 2008 a un 26,4% en el 2012.

Con el fin de tener como referencia hoteles de gran escala en Colombia, se pueden ver las principales cifras de la cadena de Hoteles Dann Carton en Colombia:

Tabla 3. Principales cifras de la cadena de hoteles Dann Carton en Colombia

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Promedio por habitación	368.195	396.436	404.364	414.150	424.918	492.200
<i>Crecimiento</i>		7,7%	2,0%	2,4%	2,6%	15,8%
Ocupación	55,0%	54,3%	49,4%	50,3%	50,5%	51,3%
Número de hoteles	13	13	13	13	13	13
Habitaciones (000)	2	2	2	2	2	2
Habitaciones por hotel	123	123	123	128	128	128

Elaboración propia, a partir de Euromonitor International

Teniendo en cuenta que esta cadena de hoteles pertenece al rango de precios altos, no es estrictamente comparable al Hotel Pinares Plaza. Sin embargo, se puede ver cómo ha sido el crecimiento de los precios promedio por habitación y se podría decir que normalmente estos crecen con el IPC, excepto para los años 2009 y 2013 que tuvieron un comportamiento diferente y seguramente se debió a cambios estratégicos puntuales de la gerencia. En cuanto a la ocupación promedio está 10 puntos por encima del Hotel Pinares Plaza, pero inferior a las metas establecidas, que son de una ocupación del 60%. Si bien los mercados en donde Hoteles Dann y el Hotel Pinares Plaza operan son muy diferentes, las cifras tienen sentido.

10. Análisis estratégico

10.1 Variables estratégicas

Tabla 4. Variables estratégicas

Factor	¿En qué consiste?	¿Qué ocurre actualmente?	¿Con qué indicadores se puede medir?
Precios	Valor económico que se genera por la prestación de un servicio	Precios competitivos o hasta bajos, buscando capturar un ejecutivo medio. El hotel los puede perfectamente subir, pero se empiezan a perder ese tipo de clientes que hacen volumen	Comparación de precios entre competidores directos
Reputación	La percepción que tiene la sociedad de la marca y sus productos	Magnífica reputación, en cuanto a tamaño, ubicación, precio y calidad del servicio	Encuestas por todo el país a ejecutivos medios-altos
Crecimiento del PIB de Pereira	Variables del entorno económico incontrolables, que influyen directa o indirectamente en la Compañía	Actualmente el PIB de Risaralda es de los más bajos de país	Comparación de PIB entre ciudades
Turismo	la cantidad de personas de otras ciudades o países que llegan a una ciudad ya sea por conocer o por trabajo	Ha perdido mucho fuerza turística la ciudad, por la mala calidad de sus administradores públicos.	Crecimientos del sector turístico
Actividad comercial	Actividades desarrolladas para vender productos o servicios	Pereira, por su localización geográfica, tiene una fuerte actividad comercial. Centro del país que se ha convertido en un centro de distribución logística	Cantidad de conferencias y congresos al año
Actividad industrial	Actividades que se desarrollan para fabricar o agregarle valor a un producto y posteriormente venderlos	En PYMES crece muy bien, en grandes no, pero se construyó la zona franca de Occidente antes de que llegara a la Virginia la zona franca (se van a instalar unas 145 empresas nuevas con vocación exportadora--> 8000 empleos directos nuevos	PIB de los sectores industriales
Publicidad		Muy poca, no hay casi inversión	Recursos invertidos en publicidad / ventas
Gestión Comercial	Número de clientes que se generan en el Hotel gracias a la administración comercial del mismo	Gerente comercial con muy buena formación. Permanente contacto con los clientes ofreciendo y recibiendo reservas y ofertas	Crecimientos en ventas mensual
Fuentes financiación	De donde provienen los recursos	Capital propio	Número de fuentes de financiación, tasa de interés, plazos y monedas
Estilo de financiación	Las fuentes que se utilizan	Muy fuerte, endeudamiento total del 1.5% con el dueño de la empresa	% de apalancamiento financiero
Rentabilidad	ROA o ROE	rentabilidad neta promedio anual del 38%	ROA - ROE
Costos fijos	Costos que no dependen de ninguna variable, que siempre van a existir para el normal funcionamiento del hotel	Muy bajos y controlados	Margen de contribución - Punto de equilibrio
Gobierno de Pereira	Políticas establecidas	Muy mala calidad de gerencia pública en los últimos gobiernos de Pereira se han traducido en una pérdida de competitividad de la ciudad. Pero el fenómeno tiende a corregirse en los próximos 2 años	Satisfacción del ciudadano en cuanto a la gestión pública. Número de vías nuevas al año
Normatividad	Regulaciones a los hoteles	Extensión tributaria al impuesto de renta por 30 años (El Hotel va para el cuarto año)	N.A.
Intensidad de la competencia	Número de competidores, estrategias de mercadeo y precios	En la ciudad no es mucha. Igual calidad de servicio pero diferente localización. Posición favorable ante la competencia	Número de competidores directos e indirectos en la ciudad
Segmentación	Nichos de mercado	Ejecutivos medios de empresas de Bogotá, Medellín, Cali, Barranquilla, y asistentes a convenciones y congresos	Definición de nichos de mercados - Perfiles generales de los Encuesta de satisfacción de los empleados
Gestión del talento humano	Vida promedio en la Compañía de un empleado	Pocas personas, estables. Capacitados	Encuesta de satisfacción de los empleados
Tecnología	Calidad de sistemas tecnológicos	Regular	Calidad de los Software utilizados
Innovación	Capacidad de generar nuevas ofertas de valor en la empresa	Estable	Número de nuevas propuestas de valor al año
Servicio al cliente	Nivel de satisfacción del cliente en cuanto al servicio	Bueno	Encuesta de satisfacción del cliente
Gestión interna	Administración general del hotel y cumplimiento de presupuestos	Estable	% de cumplimiento del presupuesto

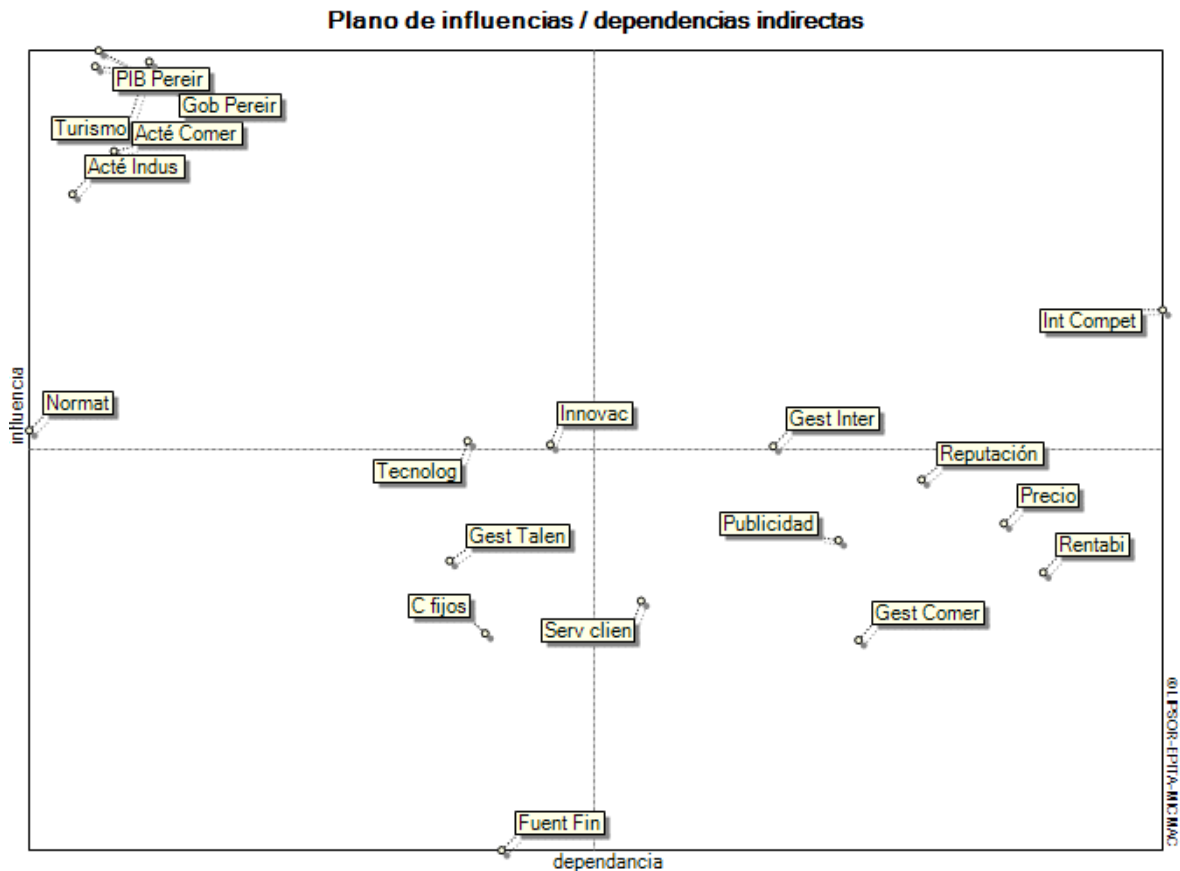
Elaboración propia, a partir de entrevistas realizadas a Álvaro Ramírez (17 de mayo de 2014).

10.2 Juego de actores

Con el fin de realizar un análisis estratégico de la Compañía se realizaron múltiples etapas. La primera de ellas consistía en identificar las variables más influyentes de la Compañía de la mano del gerente general. Estas variables fueron posteriormente ingresadas en un programa probabilístico llamado MICMAC. A cada variable se le asigna un valor de peso de influencia para, de esta forma, obtener el plano de influencias / dependencias indirectas.

El plano obtenido es el siguiente:

Gráfico 5. Plano de influencias / dependencias indirectas



Godet, M. *Strategic Foresight for Corporate and Regional Development* (2011). MICMAC Software

Según este plano de influencias indirectas, se puede ver que las variables incontrolables por la Compañía e independientes son:

- PIB Pereira

- Gobierno Pereira
- Actividad comercial
- Actividad industrial
- Turismo en Pereira

Y las variables que más tienen influencia sobre la Compañía y sobre las cuales se puede actuar son:

- La intensidad de la competencia
- Reputación
- Precio
- Rentabilidad
- Gestión Interna

Por lo tanto, estas últimas variables tienen que estar controladas de una manera adecuada por la compañía, con el fin de cumplir con los objetivos generales de la misma.

Posterior a este análisis de las variables estratégicas, se establecieron unos objetivos a 2018.

- Incrementar la ocupación a un 60%
- Mantener la ocupación de los locales comerciales en un 100%
- Mantener el edificio y la infraestructura en condiciones que satisfagan al cliente
- Estar en el *top of mind* de los clientes
- Mantener precios competitivos respecto a la competencia directa

Con el fin de evaluar los objetivos de la compañía se utilizó un programa llamado SMIC al que se deben ingresar los objetivos con unas probabilidades simples de ocurrencia y unas probabilidades condicionales que se denominan:

- Probabilidades condicionales si
- Probabilidades condicionales no

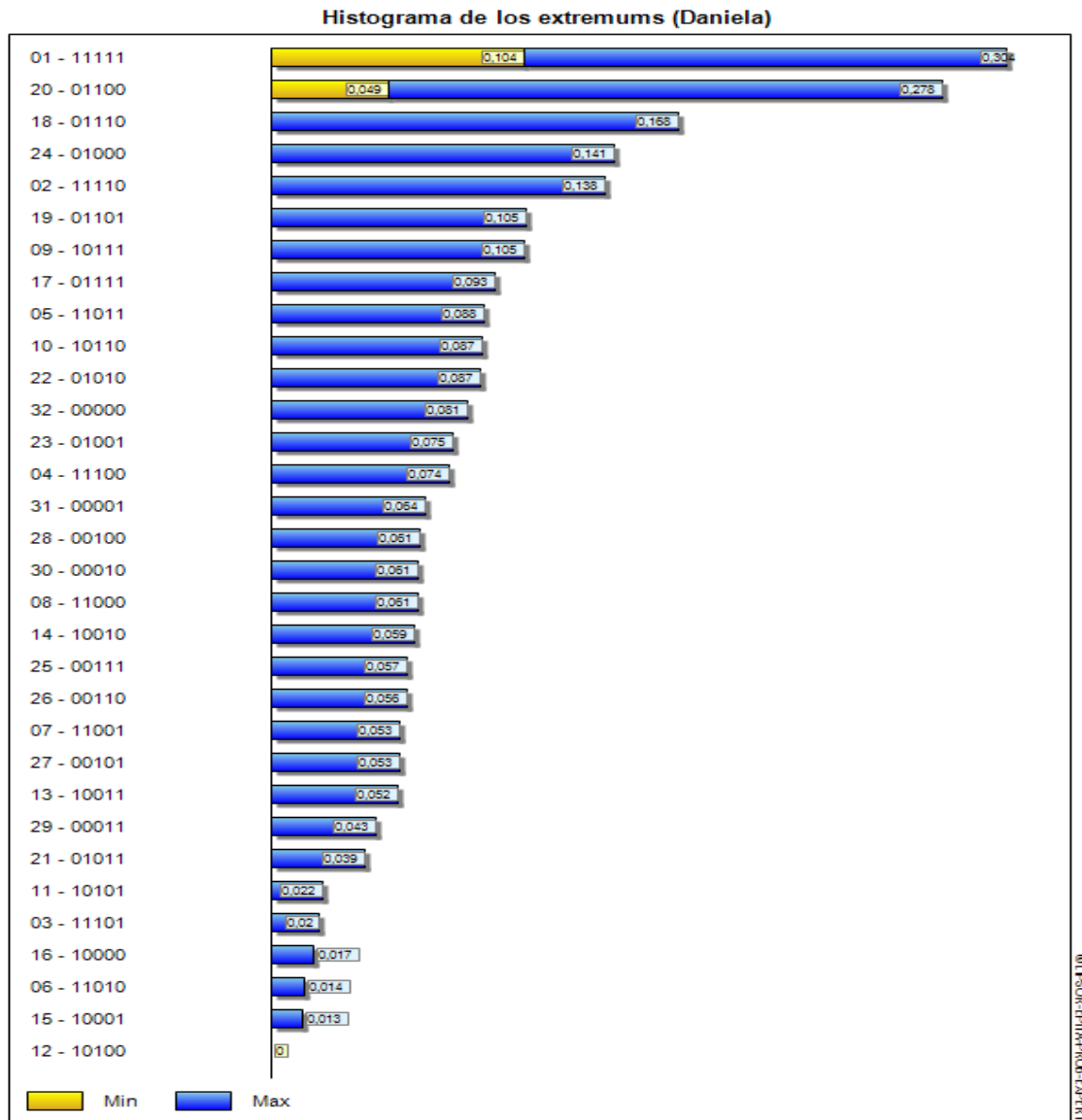
Para cada una de estas probabilidades, lo que se debía hacer básicamente era establecer las probabilidades de ocurrencia de los objetivos teniendo en cuenta el cumplimiento o el no cumplimiento de los demás. En caso de que el objetivo no se viera afectado en lo absoluto por la ocurrencia de los demás, se debía dejar la misma probabilidad simple del mismo.

Para el análisis de este gráfico se deben tener en cuenta dos escenarios que son:

- Escenario apuesta (situación en la cual todos mis objetivos se cumplen, 1111)
- Escenario tendencial (situación más probable) que es el resultado de ingresar los datos en el programa con sus respectivas probabilidades

En el caso en que mi escenario apuesta, sea mi mismo escenario tendencia, lo más probable es que mis objetivos se cumplan como lo deseo. Esto depende de que tan ambiciosos sean los objetivos y el criterio con el que se hayan definido.

Gráfico 6. Histograma de los extremums

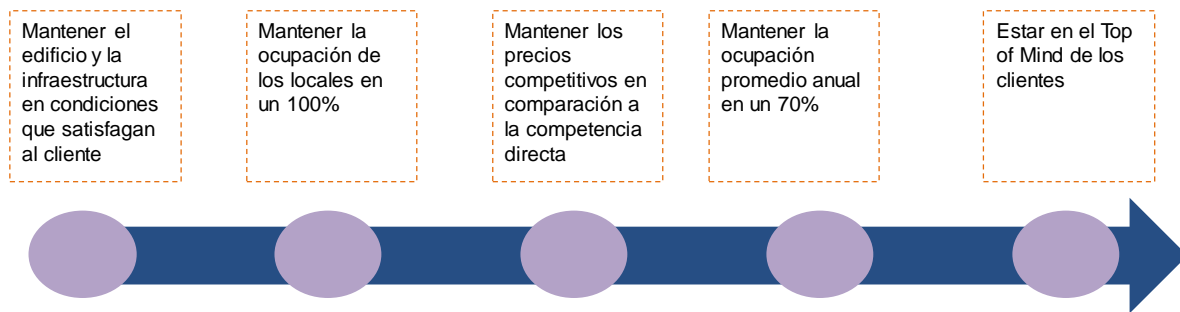


Godet, M. *Strategic Foresight for Corporate and Regional Development* (2011). MICMAC Software

En el caso del Hotel Pinares Plaza, se puede observar que el escenario apuesta es el mismo tendencial. Esto se debe, principalmente, a que los objetivos que se fijaron son realistas según el entorno competitivo de la compañía, su evolución histórica y su potencial de crecimiento.

Gráfico 7. Escenarios tendencial y apuesta

Escenario tendencial y apuesta

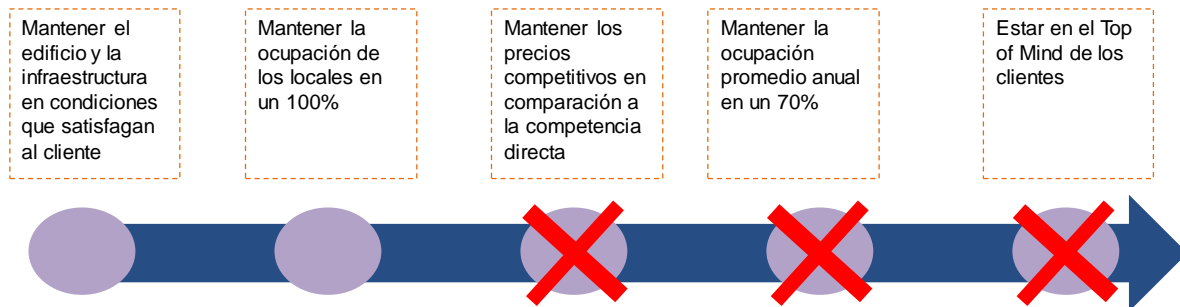


Elaboración propia, a partir del software MICMAC

Sin embargo, se puede ver que el segundo escenario tendencial, es decir, el segundo escenario más probable que ofrece la tabla, muestra que los objetivos 1, 4 y 5 puede que no se cumplan (ocupación del 60% promedio anual, precios competitivos y estar en el top of mind de los clientes). Por lo tanto, la gerencia del hotel se debe enfocar fuertemente en las variables y los factores que impulsan la realización de este escenario.

Gráfico 8. Escenarios probables

Segundo escenario más probable



Elaboración propia, a partir del software MICMAC

De acuerdo a los escenarios obtenidos, se realiza el siguiente plan estratégico para tener control sobre las variables:

Tabla 5. Mapa estratégico del hotel Pinares Plaza

Mapa estratégico Hotel Pinares Plaza			
Accionistas	Mantener la ocupación promedio anual en niveles del 70%	Mantener un margen EBITDA entre el 40 y el 50%	Mantener la ocupación de los locales comerciales en un 100%
Cliente	Mantener el edificio y la infraestructura en condiciones que satisfagan al cliente	Estar en el Top of Mind de los clientes	Tener siempre precios competitivos en comparación a la competencia directa
Procesos internos	Mejorar la contabilidad para tener mejor control interno	Mejorar Software	Fortalecer la gestión comercial y de mercadeo
Crecimiento y desarrollo	Fomentar el sentido de pertenencia con la Compañía	Mejorar el servicio al cliente prestado por los empleados	Soportar procesos tecnológicos

11. Desarrollo del proyecto

11.1 Supuestos de proyección

11.1.1 Supuestos macroeconómicos

Tabla 6. Supuestos macroeconómicos

Supuestos Macroeconómicos	2009	2010	2011	2012	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p
Inflación	2,0%	3,2%	3,7%	2,4%	1,9%	2,9%	3,1%	3,1%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%	3,2%
Inflación Americana	-0,2%	1,4%	3,0%	1,8%	2,4%	2,2%	2,3%	2,3%	2,2%	2,1%	2,1%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
PIB	1,7%	4,0%	6,6%	4,2%	4,1%	4,5%	4,6%	4,7%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
DTF	4,1%	3,5%	5,0%	5,3%	4,1%	4,6%	5,3%	5,4%	5,6%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
DTF E.A.	4,2%	3,5%	5,1%	5,4%	4,2%	4,8%	5,5%	5,6%	5,8%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
DTF (promedio año)	0,0%	3,8%	4,2%	5,1%	4,7%	4,4%	5,0%	5,4%	5,5%	5,6%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%	5,7%
Devaluación (%)	0,0%	-6,0%	1,0%	-8,9%	9,2%	4,0%	1,5%	0,8%	1,0%	1,1%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
TRM (fdp)	2043	1920	1939	1767	1930	2008	2038	2070	2083	2116	2139	2160	2181	2202	2224
TRM (promedio)	2154	1898	1848	1797	1869	1986	2023	2054	2076	2099	2127	2149	2170	2192	2213
Tasa de impuestos	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	34,0%	34,0%	34,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%

Elaboración propia a partir de Latinfocus (2014)

11.1.2 Ingreso

El ingreso operacional se proyectó de acuerdo a la ocupación histórica por año que se tenía desde el 2009 y las expectativas de ocupación del gerente general a futuro. En el 2009, que fue el primer año de operación del hotel, se tuvo una ocupación del 26% que pasó al 43 % en el 2012. La meta inicial es crecer en dos puntos porcentuales al 2013 y las metas conservadoras a largo plazo (en 2023) es llegar a una ocupación del 60%. Para este ejercicio se crece la ocupación del 45% en 2013 al 60% en 2023 de forma lineal. En cuanto a la tarifa promedio por habitación se incrementa según la inflación con el fin de mantener un precio competitivo en el mercado.

Tabla 7. Proyección de la ocupación

	2009	2010	2011	2012	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p
Ocupación	25,6%	39,6%	39,9%	42,9%	45,0%	46,5%	48,0%	49,5%	51,0%	52,5%	54,0%	55,5%	57,0%	58,5%	60,0%

Elaboración propia

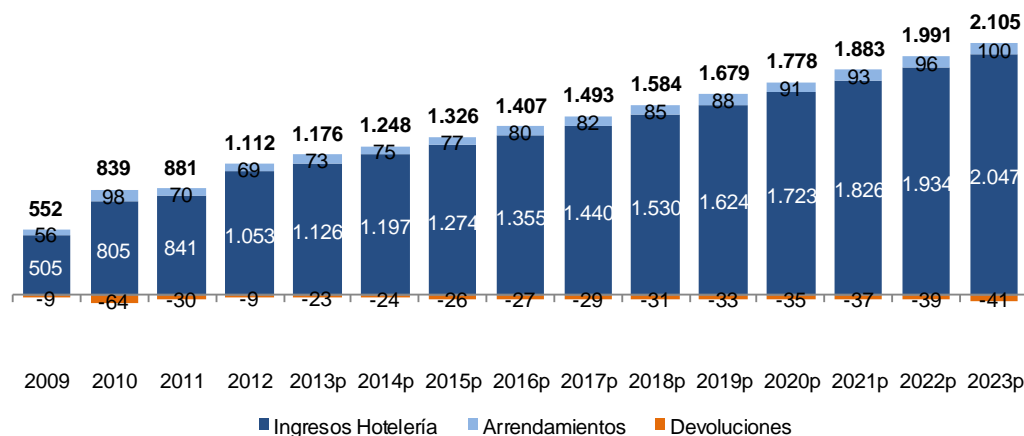
Tabla 8. Proyección de la tarifa promedio

	2009	2010	2011	2012	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p
Tarifa promedio	120.000	123.840	128.422	149.462	152.302	156.719	161.577	166.586	171.917	177.418	183.096	188.955	195.001	201.241	207.681

Elaboración propia

Teniendo en cuenta estos factores que componen el ingreso, se tendría un resultado de:

Gráfico 9. Proyección de ingresos



Elaboración propia

11.1.3 Gastos Operacionales

Tabla 9. Supuestos de proyección de los gastos operacionales

En cuanto a los gastos operacionales, se establecieron como fijos y variables en ciertas proporciones de acuerdo a su naturaleza:

Drivers gastos de administración	Fijo	Variable
Gastos del personal	60,0%	40,0%
Honorarios, servicios y comisiones	30,0%	70,0%
Servicios de publicidad	0,0%	100,0%
Impuestos	100,0%	0,0%
Seguros	100,0%	0,0%
Gastos legales	80,0%	20,0%
Mantenimiento y reparación	50,0%	50,0%
Adecuaciones e instalaciones	50,0%	50,0%
Gastos de viaje	0,0%	100,0%
Diversos	0,0%	100,0%

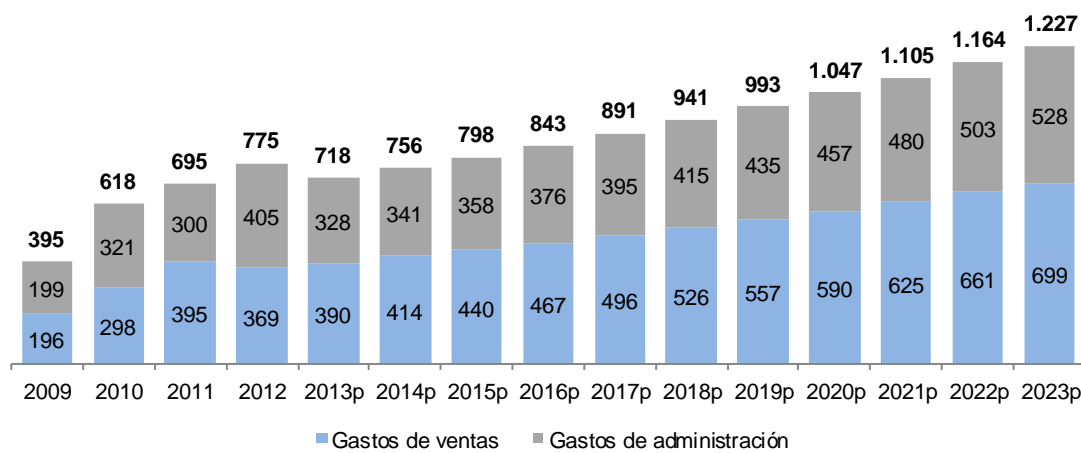
Drivers gastos de Ventas	Fijo	Variable
Gastos del personal	0,0%	100,0%
Servicios, honorarios y comisiones	0,0%	100,0%
Servicios públicos	0,0%	100,0%
Impuestos	0,0%	100,0%
Alquiler	0,0%	100,0%
Contribuciones y afiliaciones	0,0%	100,0%
Seguros	0,0%	100,0%
Mantenimiento y reparaciones	0,0%	100,0%
Gastos de viaje	0,0%	100,0%
Diversos	0,0%	100,0%
Provisiones	0,0%	100,0%

IPC + 1%

Elaboración propia

Después de haber establecido estos parámetros de proyección, se obtuvieron los siguientes resultados:

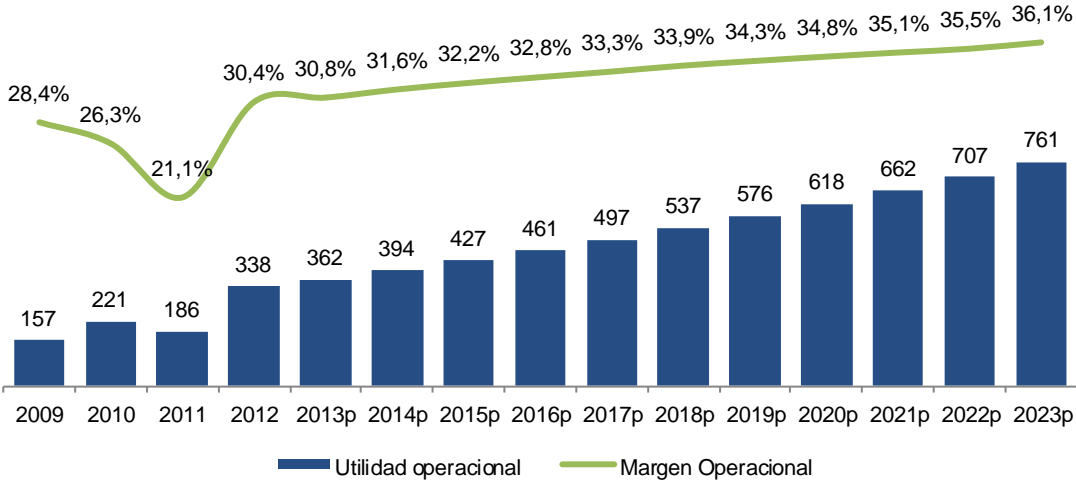
Gráfico 10. Proyección de los gastos operacionales



Elaboración propia

Teniendo los ingresos y los gastos operacionales, se obtiene como resultado una utilidad operacional con un margen que pasa del 28,4% al 41,3%:

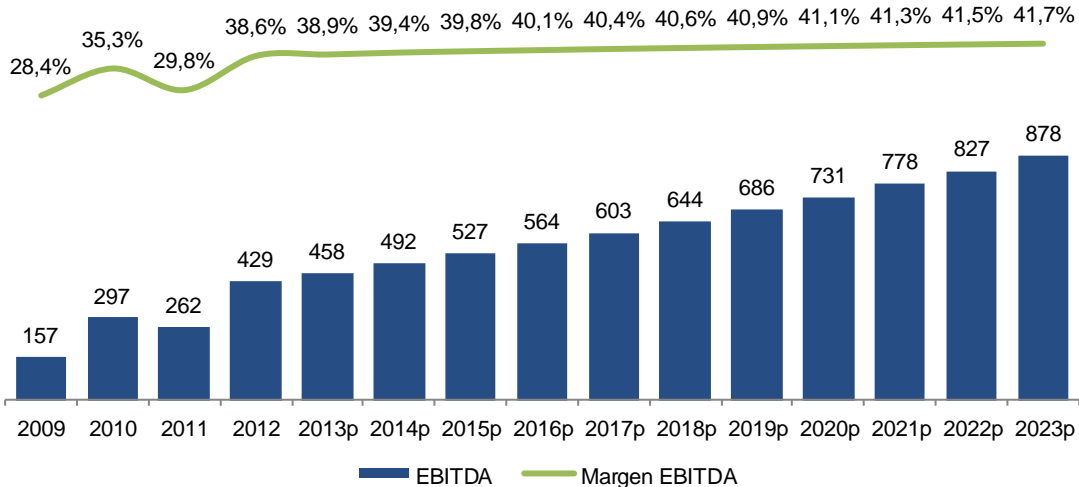
Gráfico 11. Proyección de la utilidad y el margen operacional



Elaboración propia

Y al agregar las depreciaciones, tendríamos un EBITDA y un margen EBITDA de esta magnitud:

Gráfico 12. Proyección del EBITDA y el margen EBITDA



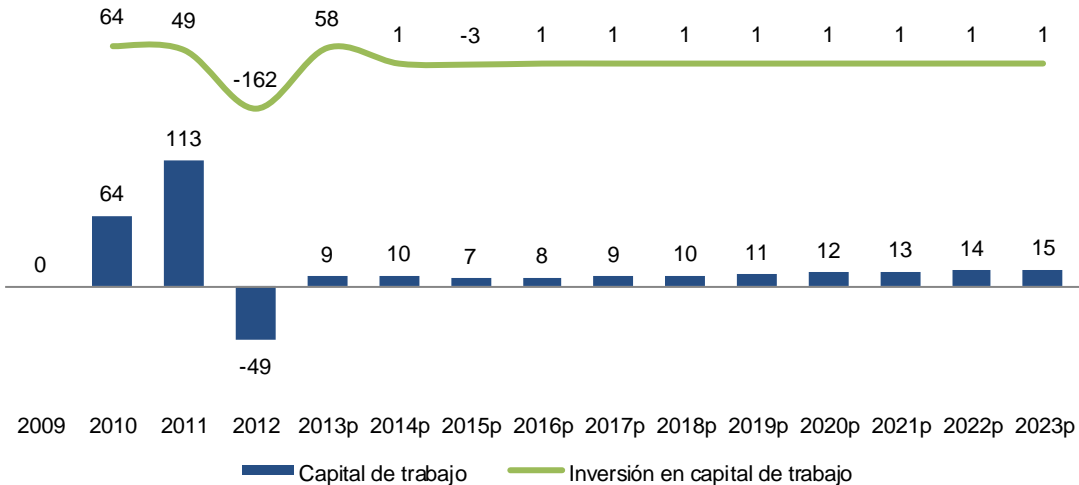
Elaboración propia

Debido a la naturaleza del negocio, el margen EBITDA es muy parecido al margen operacional y más aún cuando las depreciaciones y las amortizaciones no son tan representativas.

11.1.4 Flujo de caja

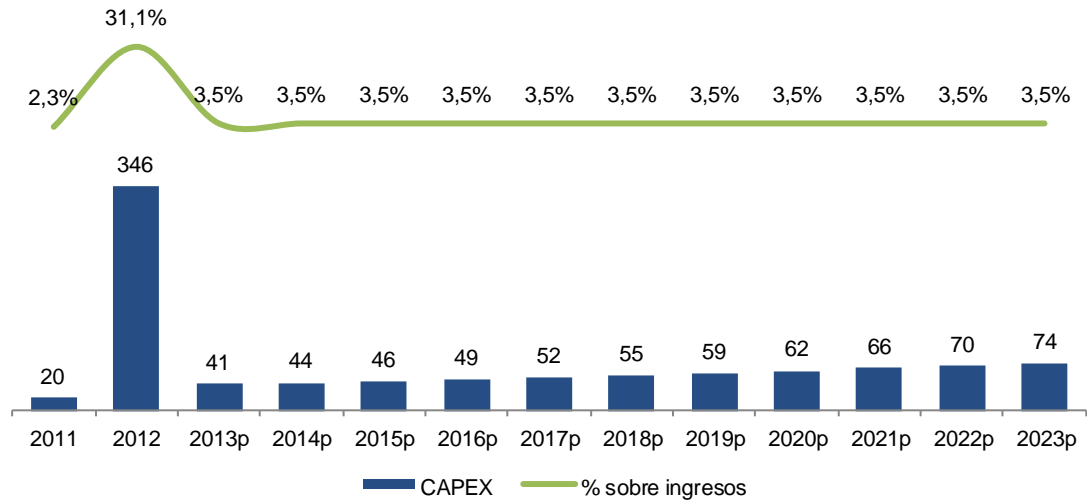
A partir del EBITDA, se empieza a construir el flujo de caja libre con el cual se realiza el ejercicio de valoración de la compañía. Para llegar a este flujo de caja se deben tener en cuenta las siguientes inversiones:

Gráfico 13. Proyección de la inversión de capital de trabajo



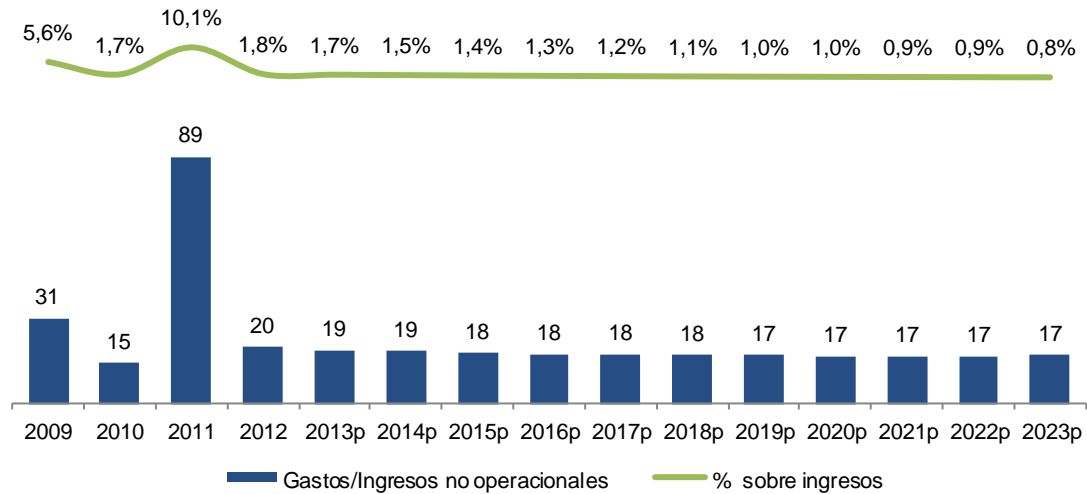
Elaboración propia

Gráfico 14. Proyección del CAPEX



Elaboración propia

Gráfico 15. Proyección de los gastos / ingresos no operacionales



Elaboración propia

Después de tener la proyección del EBITDA y las diferentes inversiones que se deben realizar (capital de trabajo, CAPEX y gastos/ingresos no operacionales), se obtiene el flujo de caja de la Compañía:

Tabla 10. Proyección del flujo de caja

Flujo de Caja Libre	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	2018p	2019p	2020p	2021p	2022p	2023p
EBITDA	458	492	527	564	603	644	686	731	778	827	878
(-) Capital de trabajo	58	1	-3	1	1	1	1	1	1	1	1
(-) CAPEX	41	44	46	49	52	55	59	62	66	70	74
(+/-) Gastos/Ingresos no operacionales	19	19	18	18	18	18	17	17	17	17	17
Flujo de caja libre	379	466	502	532	567	605	644	685	728	774	821

Elaboración propia

Este flujo de caja muestra que el hotel no tiene que hacer muchas inversiones en capital de trabajo para operar. En otras palabras, por la naturaleza del negocio como tal, no se necesitan muchos recursos adicionales a los existentes para cumplir con la operación recurrente. Las inversiones en CAPEX tuvieron un periodo atípico en el 2012, que representaron la construcción del último piso del hotel y, por ende, la dotación de todas las habitaciones. Sin embargo, la administración del hotel no tiene pensada ninguna expansión adicional en los próximos años y es por esta razón que se mantiene un CAPEX recurrente del 3,5% de los ingresos operacionales. Por lo tanto, se puede ver que el flujo de caja libre de la compañía representa aproximadamente el 95% del EBITDA de la misma porque las inversiones adicionales que se requieren no son tan representativas.

11.1.5 Capital de trabajo

En cuanto a las rotaciones de las principales cuentas de capital de trabajo de la compañía, se puede ver lo siguiente:

Tabla 11. Rotaciones de capital de trabajo del hotel Pinares Plaza

Rotación WK	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Base rotación año	365													
Rotaciones	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Activos														
Caja y Bancos	8,7	6,2	16,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5	10,5
Clientes	46,0	60,0	32,6	46,2	46,2	46,2	46,2	46,2	46,2	46,2	46,2	46,2	46,2	46,2
Pasivos														
Proveedores	16,2	14,1	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7	9,7
Cuentas por Pagar CP	7,2	0,0	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
Obligaciones Laborales	35,7	14,6	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9	20,9

Elaboración propia

Estas cuentas se ven estables en comparación a algunos hoteles del eje cafetero comparables:

Tabla 12. Rotaciones de capital de trabajo del hotel de Pereira

Rotación WK	2008	2009	2010	2011	2012
Base rotación año	365				
Rotaciones	2008	2009	2010	2011	2012
Activos					
Caja y Bancos	3,8	6,0	6,1	85,8	0,9
Clientes	18,3	20,8	20,1	24,4	224,4
Inventario	5,4	7,3	9,8	5,3	0,0
Pasivos					
Proveedores	16,6	14,7	7,6	7,3	2,5
Cuentas por Pagar CP	29,9	52,7	17,5	30,1	255,1
Obligaciones Laborales	20,4	18,6	23,7	18,4	18,5

Elaboración propia, a partir de los estados financieros publicados en Benchmark

Tabla 13. Rotaciones de capital de trabajo del hotel Castilla Real (Pereira)

Rotación WK	2008	2009	2010	2011	2012
Base rotación año	365				
Rotaciones	2008	2009	2010	2011	2012
Activos					
Caja y Bancos	11,5	6,2	17,6	9,5	5,3
Clientes	19,3	22,7	28,3	38,2	46,3
Inventario	0,0	0,0	0,0	28,4	27,2
Pasivos					
Proveedores	20,0	27,0	15,5	21,6	24,6
Cuentas por Pagar CP	6,3	3,5	2,6	7,5	3,2
Obligaciones Laborales	10,7	16,4	17,4	20,7	13,9

Elaboración propia, a partir de los estados financieros publicados en Benchmark

Tabla 14. Rotaciones de capital de trabajo del Armenia Hotel

Rotación WK	2008	2009	2010	2011	2012
Base rotación año	365				
Rotaciones	2008	2009	2010	2011	2012
Activos					
Caja y Bancos	4,1	1,6	2,9	20,1	52,8
Clientes	20,8	19,6	17,1	18,2	18,2
Inventario	24,8	125,4	78,4	119,3	72,7
Pasivos					
Proveedores	6,8	8,7	4,7	5,7	0,8
Cuentas por Pagar CP	18,9	23,8	12,9	19,0	23,6
Obligaciones Laborales	3,7	7,1	6,7	5,8	5,5

Elaboración propia, a partir de los estados financieros publicados en Benchmark

Tabla 15. Rotaciones de capital de trabajo del hotel Carretero (Manizales)

Rotación WK	2008	2009	2010	2011	2012
Base rotación año	365				
Rotaciones	2008	2009	2010	2011	2012
Activos					
Caja y Bancos	37,9	66,6	55,4	86,2	19,5
Clientes	15,5	13,1	16,4	14,5	28,5
Inventario	14,3	13,7	13,7	12,1	10,3
Pasivos					
Proveedores	8,7	5,4	4,1	7,8	6,1
Cuentas por Pagar CP	290,2	255,8	271,5	138,2	302,1
Obligaciones Laborales	25,5	25,7	21,9	24,7	28,1

Elaboración propia, a partir de los estados financieros publicados en Benchmark

La comparación del Hotel Pinares Plaza con los otros hoteles muestra que el capital de trabajo ha sido bastante estable en todos los años. Las dos cuentas que están en los límites superiores en comparación a los demás son los clientes y las obligaciones laborales. En el caso de los clientes, el hotel Pinares Plaza incluye todas las cuentas por cobrar y se mantiene en 46 días; y en el caso de las obligaciones laborales, están en el orden de 20 días de costos y gastos de personal. Sin embargo, en este caso no se puede comparar de forma correcta la forma de calcular los días de rotación de las obligaciones laborales ya que, para las otras compañías comparables, no se tiene el detalle de los costos y gastos. Por ello, las rotaciones de esta cuenta se calculan con base en los gastos operacionales totales, lo que hace que la base sea más grande y los días de rotación sean más bajos.

De resto, la cuenta de caja y bancos ha tenido un comportamiento muy estable y se mantiene en el largo plazo en 10 días de ingresos. Los días de rotación de los proveedores se calculan a partir de los gastos operacionales, ya que los estados financieros del hotel no incluyen la cuenta de costo de ventas, por lo que se asumen que los costos asociados a la operación del hotel están registrados en los gastos operacionales. Para que los días de rotación de los proveedores fueran comparables, se tomaron como base para todas las compañías los costos y los gastos operacionales.

Lo que vale la pena destacar de este análisis es que las cuentas de capital de trabajo de la compañía no han tenido saltos considerables y se mantienen en niveles aceptables en comparación con hoteles similares en la región.

11.1.6 Principales indicadores

Tabla 16. Principales indicadores financieros del hotel Pinares Plaza

Indicadores	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Margen Bruto	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Margen Operacional	26,3%	21,1%	30,4%	30,8%	31,6%	32,2%	32,8%	33,3%	33,9%	34,3%	34,8%	35,1%	35,5%	36,1%
Margen EBITDA	35,3%	29,8%	38,6%	38,9%	39,4%	39,8%	40,1%	40,4%	40,6%	40,9%	41,1%	41,3%	41,5%	41,7%
Margen Neto	26,2%	22,9%	25,2%	30,7%	30,1%	30,3%	30,7%	31,0%	31,5%	31,9%	32,2%	32,5%	32,8%	33,4%

Crecimiento ingresos	52,2%	5,0%	26,3%	5,7%	6,1%	6,2%	6,1%	6,1%	6,1%	6,0%	5,9%	5,9%	5,8%	5,7%
Gastos operacionales / ingresos	73,7%	78,9%	69,6%	61,1%	60,6%	60,2%	59,9%	59,6%	59,4%	59,1%	58,9%	58,7%	58,5%	58,3%
Deuda / EBITDA	0,27X	0,40X	1,07X	1,07X	1,07X	1,07X	1,07X	1,07X	1,07X	1,07X	1,06X	1,06X	1,06X	0,00X
ROA	14,4%	12,8%	14,9%	15,9%	19,6%	21,0%	22,0%	22,1%	22,4%	22,5%	23,0%	23,6%	24,2%	24,9%
ROE	25,8%	19,1%	21,0%	25,1%	34,3%	36,4%	36,8%	37,1%	37,5%	37,8%	38,9%	40,5%	42,1%	43,8%

Elaboración propia

Para hacer el análisis de los principales indicadores, también se debe hacer una comparación con los demás hoteles.

Tabla 17. Principales indicadores financieros del hotel de Pereira

Indicadores	2008	2009	2010	2011	2012
Margen Bruto	50,7%	48,6%	51,0%	54,6%	63,7%
Margen Operacional	16,2%	8,8%	10,2%	20,4%	21,5%
Margen EBITDA	26,4%	22,8%	25,7%	33,8%	38,4%
Margen Neto	17,4%	3,4%	2,2%	15,1%	25,6%

Crecimiento Ingresos		4,7%	9,4%	16,0%	-20,5%
Gastos Operacionales / Ingresos	34,6%	39,9%	40,9%	34,3%	42,2%
Deuda / EBITDA	1,61X	3,37X	2,75X	5,85X	0,69X
ROA	4,2%	0,8%	0,6%	3,0%	4,5%
ROE	4,9%	1,1%	0,7%	5,2%	5,4%

Elaboración propia, a partir de los estados financieros publicados en Benchmark

Tabla 18. Principales indicadores financieros del hotel Castilla Real (Pereira)

Indicadores	2008	2009	2010	2011	2012
Margen Bruto	86,4%	83,4%	87,1%	85,7%	85,3%
Margen Operacional	13,3%	16,0%	14,6%	13,9%	16,0%
Margen EBITDA	17,4%	21,8%	21,6%	22,1%	24,2%
Margen Neto	5,8%	6,4%	6,7%	5,4%	4,7%

Crecimiento ingresos		-11,1%	3,3%	-7,1%	1,6%
Gastos operacionales / Ingresos	48,1%	50,8%	53,1%	50,7%	53,6%
Deuda / EBITDA	0,73X	0,98X	1,19X	1,61X	1,98X
ROA	5,0%	4,3%	4,4%	3,0%	2,5%
ROE	6,3%	5,6%	5,7%	4,1%	3,5%

Elaboración propia, a partir de los estados financieros publicados en Benchmark

Tabla 19. Principales indicadores financieros de Armenia Hotel

Indicadores	2008	2009	2010	2011	2012
Margen Bruto	91,1%	92,9%	92,1%	94,4%	92,1%
Margen Operacional	7,2%	5,9%	4,8%	6,8%	8,0%
Margen EBITDA	16,2%	15,4%	13,6%	15,6%	17,9%
Margen Neto	1,2%	1,0%	0,8%	1,7%	3,0%
Crecimiento ingresos		-6,7%	9,7%	0,7%	-6,5%
Gastos operacionales / ingresos	84,0%	87,0%	87,3%	87,6%	84,1%
Deuda / EBITDA	1,60X	1,16X	1,17X	1,27X	1,03X
ROA	0,2%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%
ROE	0,2%	0,1%	0,1%	0,2%	0,3%

Elaboración propia, a partir de los estados financieros publicados en Benchmark

Tabla 20. Principales indicadores financieros del hotel Carreteto (Manizales)

Indicadores	2008	2009	2010	2011	2012
Margen Bruto	47,3%	46,4%	45,8%	54,2%	48,4%
Margen Operacional	18,2%	17,3%	15,3%	27,3%	21,5%
Margen EBITDA	24,4%	23,2%	21,3%	32,0%	25,9%
Margen Neto	18,4%	19,5%	19,2%	27,9%	25,2%
Crecimiento ingresos		-3,1%	0,6%	9,5%	6,5%
Gastos operacionales / ingresos	29,1%	29,1%	30,5%	26,9%	26,9%
Deuda / EBITDA	0,00X	0,00X	0,00X	0,00X	0,00X
ROA	5,8%	3,1%	4,0%	6,1%	5,7%
ROE	6,5%	3,2%	4,3%	6,4%	6,1%

Elaboración propia, a partir de los estados financieros publicados en Benchmark

En el caso del hotel Pinares Plaza se puede ver que el margen bruto es del 100%, pero esto se debe a que los estados financieros no clasifican los costos asociados a la operación en la cuenta de costo de ventas sino en los gastos operacionales, por lo que el margen bruto no es comparable. El margen operacional de la compañía, por otro lado, es el mayor de todos ya que está en el orden de 30%, mientras que el de las otras compañías está en el orden del 20% o menos para algunos casos (Armenia Hotel). Lo mismo pasa para el margen EBITDA, que está por el orden del 40% y para el margen neto que está por el orden del 30%. En el caso de los gastos operacionales sobre los ingresos, la compañía está por encima de los demás, lo que no sería coherente con el margen operacional y alarmaría un poco la situación. Sin embargo, como el costo de venta se incluyen en los gastos, para hacer este indicador comparable con los demás hoteles se debería sumar el costo de ventas y los gastos operacionales. De esta manera la relación de la compañía sería menor que la de las demás. La relación deuda / EBITDA es bastante saludable ya que se mantiene en el orden de 1 vez EBITDA (la política del hotel es mantener un endeudamiento bastante bajo y las principales deudas son con el socio mayoritario, Álvaro Ramírez).

Finalmente, los indicadores ROA y ROE del hotel Pinares Plaza están muy por encima de las demás compañías, lo que demuestra un grado de eficiencia y manejo saludable de los activos y de las inversiones que se han realizado.

11.2 Valoración

11.2.1 Supuestos de valoración

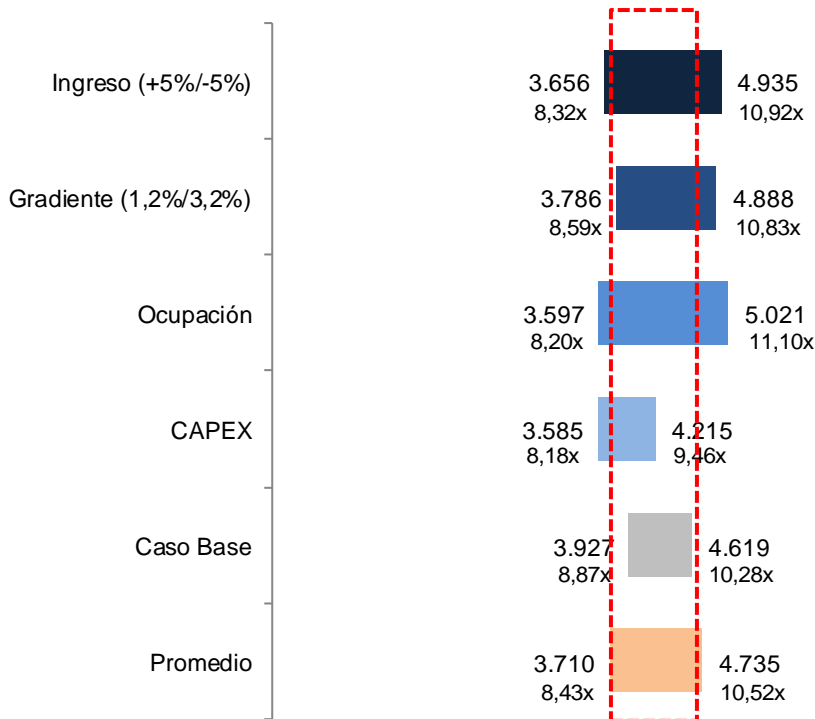
Tabla 21 Principales supuestos del costo de capital

Supuesto del Ke	Valor	Fuente
Tasa libre de riesgo	2,59%	Bonos del tesoro americano a 10 años (Damodaran)
Riesgo país (EMBI)	1,72%	Bloomberg
Prima de mercado	7,93%	Promedio geométrico 1928 - 2013 (Damodaran)
Beta desapalancado	0,87	Damodaran
Prima de liquidez	2%	Estimación personal (No es una compañía que transa en bolsa, por lo que no tiene la misma liquidez que una que si transe)
Ke equivalente (USD corrientes)	13,77%	Rf + BI*Prima de mercado + EMBI + Prima de liquidez

Elaboración propia, a partir de Damodaran y Bloomberg

11.2.2 Rangos de valor

Gráfico 16. Rangos de valor



Elaboración propia

Para hacer el análisis del rango de valor de la Compañía, se realizaron diversas sensibilidades sobre variables influyentes:

- Crecimiento o decrecimiento de los ingresos en 5%
- Crecimiento o decrecimiento del gradiente en 1%
- Crecimiento o decrecimiento de la ocupación en 5%
- Crecimiento del CAPEX en 3%

Para todas estas sensibilidades, se realizó una sensibilidad paralela a cada una a la tasa de descuento en 1%.

12. Conclusiones

La compañía, por el método de flujo de caja descontado del accionista, puede valer en promedio entre COP 3.710 MM y COP 4.735 MM, lo que equivale a 8,43 y 10,52 veces el EBITDA de 2014. Por lo tanto, el socio debe tener en cuenta este rango de valor al momento de iniciar un proceso de venta y recibir diversas ofertas de valor. Sin embargo, teniendo en cuenta el momento en el que se encuentra el hotel, podría ser mejor esperar uno o dos años más para iniciar un proceso de mercadeo ya que el hotel es relativamente nuevo y está en una etapa de crecimiento. Por lo tanto, si se realiza una buena gestión en los dos siguientes años, puede que en el 2016, el EBITDA se haya más que duplicado y, por ende, el valor de la compañía.

13. Bibliografía

- Altair. (2007). *ALTAIR-CONSULTORES.COM*. Recuperado el 30 de 09 de 2013, de http://www.altair-consultores.com/images/stories/publicaciones/LIBRO_VALORACION.pdf
- Basu, C. (s.f). *ehowenespanol.com*. Recuperado el 30 de 09 de 2013, de http://www.ehowenespanol.com/calcular-residual-analisis-flujo-caja-descontado-flujo-caja-creciente-como_253001/
- Damodaran, A. (1994). *Damodaran on Valuation*. New York: John Wiley & Sons, Inc.
- Damodaran, A. (2002). *Investment Valuation*. Nueva York: Jhon Wiley & Sons.
- Fernández, P. (2002). *Valoración de empresas*. Gestión 2000.
- Fernández, P. (11 de 2008). *iese.edu*. Recuperado el 26 de 09 de 2013, de <http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0771.pdf>
- Fernández, P. (15 de 04 de 2013). *papers.ssrn.com*. Recuperado el 30 de 09 de 2013, de http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1633408
- Finn, K. (s.f). *ehowenespanol.com*. Recuperado el 30 de 09 de 2013, de http://www.ehowenespanol.com/calcular-valores-atipicos-como_142768/
- García, O. L. (2003). *Valoración de empresas, gerencia del valor y EVA*.
- García, O. L. (s.f). *Oscar León García & Asociados*. Recuperado el 26 de 09 de 2013, de <http://www.oscarleongarcia.com/site/servicios-/valoracion-de-empresas?9ebb65eaa6d51425b253b358b2a46009=200519ac2b8cfc706eb1d3df90527fe0>
- Pulido, A. C. (2009). *gerencie.com*. Recuperado el 30 de 09 de 2013, de <http://www.gerencie.com/flujo-de-caja-libre.html>
- Vault Guide to Finance Interviews. (2005). *vincer.weebly.com*. Recuperado el 26 de 09 de 2013, de http://vincer.weebly.com/uploads/2/2/9/0/2290177/finance_interviews.pdf