

# e- Agronegocios



## e-Agronegocios

Revista electrónica publicada por el Centro de Investigación en Economía Agrícola y Desarrollo Agroempresarial, la Escuela de Economía Agrícola y Agronegocios y el Programa de Posgrado en Gerencia Agroempresarial de la Universidad de Costa Rica, 2060, San José, Costa Rica.

---

## e-Agronegocios

**Revista electrónica semestral, ISSN-2215-3462**

Volumen 4, número 1, artículo 3

Enero-junio 2018

Publicado 1 de enero, 2018

<https://sites.google.com/site/eagronegociosucr/>

## **VALORACION DE EMPRESA EN MARCHA: EL CASO DE UN HOTEL EN COSTA RICA**

*Javier Paniagua-Molina*

*Ricardo Solano-Alvarado*

## **Valoración de empresa en marcha: El caso de un hotel en Costa Rica**

*Javier Paniagua-Molina<sup>1</sup>, Ricardo Solano-Alvarado<sup>2</sup>*

### **RESUMEN**

El objetivo del estudio fue determinar el valor de un hotel de gran trayectoria en Costa Rica, considerando el valor de los activos físicos como el terreno, las edificaciones, el mobiliario y el equipo, así como también el valor del negocio de hotelería.

Los resultados mostraron como el negocio de hotelería representa cerca de un 15% del valor del terreno, lo que indica que quizás deba replantearse la estrategia competitiva para mayor crear de valor de la empresa, o bien, el terreno deba utilizarse para otros usos alternativos comerciales.

Se espera que la metodología aquí expuesta pueda servir de guía para valoración de negocios hoteleros en el medio rural.

**Palabras claves:** Valoración de empresas, valuación, valoración de hoteles

**Fecha de recibido:** 13 de setiembre del 2017

**Fecha de aprobado:** 30 de setiembre del 2017

**Fecha de corregido:** 10 octubre del 2017

---

<sup>1</sup> Economista Agrícola. Docente e investigador en la cátedra de Tasación y de la cátedra de Econometría, Escuela de Economía Agrícola y Agronegocios, Universidad de Costa Rica. Costa Rica. Correo electrónico: javier.paniagua@ucr.ac.cr.

<sup>2</sup> Arquitecto. Consultor Independiente. Valuador Inmobiliario.

*Business valuation: The case of a hotel in Costa Rica*

**ABSTRACT**

The objective of the study was to determine the value of a hotel with a long history in Costa Rica, considering the value of physical assets such as land, buildings, furniture and equipment, as well as the value of the hotel business.

The results showed how the hotel business represents about 15% of the value of the land, which indicates that it may be necessary to rethink the competitive strategy to create greater value for the company, or the land must be used for other alternative commercial uses.

It is expected that the methodology presented here could serve as a guide for the valuation of hotel businesses in rural areas.

**Keywords:** Business valuation, appraisal, hotel appraisal

**1. INTRODUCCIÓN**

Costa Rica ha apostado al desarrollo de este sector y como muestra de ello, promulga en el año 1985, la Ley de Incentivos para el Desarrollo Turístico, publicada en La Gaceta No. 143 del 30 de julio de 1985. En dicha ley se declara de utilidad pública la industria del turismo, y tiene por objeto "establecer un proceso acelerado y racional de desarrollo de la actividad turística costarricense, para lo cual se establecen los incentivos y beneficios que se otorgarán como estímulo para la realización de programas y proyectos importantes de dicha actividad".

El arribo de turistas al país es una medida tradicional para evaluar el crecimiento del sector turismo. De acuerdo con Rojas (2009), la tasa de crecimiento promedio en dicho arribo de turistas ha sido cercana al 8% promedio anual desde el año 1986 y hasta el año 2007. Estos resultados muestran la importancia que ha ido ganando el turismo dentro de la economía costarricense, así como el resultado del efecto a lo largo del tiempo, de la ley antes citada.

Rojas (2009) señala que, según la Organización Mundial de Turismo (OMT), entre los beneficios que genera el turismo se encuentran: la generación de empleo, oportunidades para las zonas rurales, fomento de inversión en infraestructura, generación de nuevas fuentes de ingresos fiscales y el apoyo al medio ambiente y cultura locales.

El subsector sector hotelero en Costa Rica, como parte del sector turismo, representa un rubro dinámico de la economía y está experimentando cambios importantes, que justifica que los modelos de valoración tomen una importancia que se merecen en la asignación de recursos para este tipo de negocios.

A nivel internacional, Casanovas y Santandreu (2009) mencionan el crecimiento importante de la entrada de capital en el subsector hotelero, lo que ha provocado compras abundantes de hoteles para conseguir mayores rentabilidades y posiciones en el mercado más favorables, lo

cual conlleva inminentemente a la concentración del sector y por ende a la necesidad de contar con valoraciones precisas de estos negocios para su adquisición.

El objetivo de esta investigación es determinar el valor de un hotel de reconocida trayectoria en Costa Rica, para contribuir al conocimiento de la aplicación de técnicas para valoración de empresas en marchas en el negocio de hotelería, de gran importancia para el desarrollo de los negocios en el medio rural.

## **2. REFERENTE TEÓRICO**

Los negocios hoteleros, requieren de dividir los componentes para reconocer el valor del terreno, el mobiliario y equipos, usualmente por métodos de mercado; el valor de las edificaciones, normalmente por métodos de costo y el valor del intangible comercial del negocio, este último por medio de métodos financieros por medio del descuento de flujos.

Rushmore y Arasi (1986) señalan tres aspectos en la valoración de los negocios hoteleros que son: el valor de la empresa, el negocio en funcionamiento y el valor de la propiedad (elementos tangibles) del negocio; y recomienda que cada uno de estos valores tiene que determinarse por separado utilizando diferentes técnicas y métodos.

Reynolds (1986) define cinco categorías valorables en un negocio hotelero que son: el terreno, las mejoras o edificaciones, el FF&E (*Furniture, Fixture and Equipment* equivalente a mobiliario, enseres y equipamiento), el capital circulante y el fondo de comercio o *Good Will*<sup>3</sup>, equivalente al intangible de negocio.

Lenhoff y Reichard (2003) junto a Rushmore (2004), comparten una posición similar al indicar que se debe valorar en empresas hoteleras, el edificio, el terreno, el valor del tangible representado por FF&E y el capital circulante, además de determinar el valor del intangible representado por contratos, licencias, patentes, costos iniciales del negocio, y marca conocido como *Good Will*.

## **3. METODOLOGÍA**

### **3.1 Sujeto de estudio**

El estudio se realizó en un hotel de reconocida trayectoria en Costa Rica, cuya administración prefirió que no se divulgara su identidad.

### **3.2 Datos**

La empresa suministró los estados financieros auditados de 5 años, del 2007 al 2011, no obstante, se contó con información no auditada para los años 2012 y 2013. Esta información financiera fue revisada y ajustada con base en observaciones de campo y entrevistas a

---

3

profundidad que revelasen aspectos a considerar para hacer que la información contable reflejase con fidelidad de la realidad del negocio hotelero.

En vista de campo se realizó levantamiento de áreas y descripción detallada de las instalaciones, asimismo, se realizó un estudio de mercado para recabar datos necesarios para valorar el terreno por medio de un método de comparación por homologación.

### **3.3 Métodos de valoración física**

Para la determinación del valor del terreno, así como del mobiliario y equipo, se procedió a emplear el método comparativo citado por Borrero (2000), mediante el cual el valor se expresa de la siguiente forma:

$$VA = VB \cdot F_i$$

Donde:

VA= Valor de avalúo

VB=Valor base de referencia

F= factor de ajuste por variable a homologar

Los factores de ajuste representar fórmulas que homologan las diferencias entre las variables medidas tanto en el valor del bien de interés y un bien de referencia cuyo valor de mercado se conoce.

Para la infraestructura se determinó el valor con base en el método de costo neto de reposición sugerido por Ross-Heidecke, en donde se cotiza el valor de reposición nuevo equivalente y a partir de su edad y su estado de conservación, se estima un factor de ajuste que ayuda a determinar el valor de avalúo (Borrero, 2000).

$$VNR = VRN \cdot F$$

Donde:

VNR= Valor neto de reposición (valor actual de avalúo)

VRN= Valor de reposición nuevo (cotización nuevo equivalente)

F= factor de ajuste por depreciación que contempla la edad y el estado de conservación del bien

### **3.4 Valoración del negocio**

Para la determinación del valor del negocio, se procedió a realizar un análisis de estados financieros para determinar los índices financieros requeridos para modelar el comportamiento del negocio hotelero. Se analizaron las razones financieras tradicionales de liquidez, endeudamiento, rentabilidad y periodos de operación, en complemento con un análisis vertical y horizontal de estados financieros (balance general y estado de resultados).

Los ingresos provenientes de la venta de servicios se analizaron por aparte, debido a que no se pudo determinar una tasa de crecimiento que fuera estable.

Dado que se detectó una relación estable en el tiempo entre las ventas del hotel y el producto interno bruto del sector hotelero, se procedió a realizar un modelo de pronóstico de serie de tiempo del tipo ARIMA y a las proyecciones que este modelo generó, se aplicó el factor antes indicado para obtener pronósticos para las ventas de la empresa.

El modelo ARIMA necesita identificar los coeficientes y número de regresiones que se utilizarán. Este modelo es muy sensible a la precisión con que se determinen sus coeficientes. Se suele expresar como ARIMA(p,d,q) donde los parámetros p, d y q son números enteros no negativos que indican el orden de las distintas componentes del modelo respectivamente, las componentes autorregresiva, integrada y de media móvil (Gujarati, Porter & Guansekar, 2013).

El modelo ARIMA puede generalizarse aún más para considerar el efecto de la estacionalidad. En ese caso, se habla de un modelo SARIMA (*seasonal autoregressive integrated moving average*). El modelo ARIMA (p,d,q) se puede representar como:

$$Y_t = -(\Delta^d Y_t - Y_t) + \phi_0 + \sum_{i=1}^p \phi_i \Delta^d Y_{t-i} - \sum_{i=1}^q \theta_i \varepsilon_{t-i} + \varepsilon_t$$

Donde:

d = corresponde a las d diferencias que son necesarias para convertir la serie original en estacionaria

$\phi_1, \dots, \phi_p$  = son los parámetros pertenecientes a la parte "autorregresiva" del modelo

$\theta_1, \dots, \theta_q$  = corresponde a los parámetros pertenecientes a la parte de "medias móviles" del modelo.

Una vez con las ventas proyectadas, se aplicó los índices determinados mediante análisis fundamental y el valor se determinó de la siguiente forma sugerida por Casanovas y Santandreu (2009):

$$\text{VALOR EMPRESA EN FUNCIONAMIENTO} = \text{VALOR INMUEBLE} + \text{VALOR ACTIVOS TANGIBLES DEL NEGOCIO} + \text{VALOR INTANGIBLES}$$

Donde:

$$\text{VALOR INMUEBLE} = \text{VALOR TERRENO} + \text{VALOR EDIFICIO} + \text{VALOR MEJORAS}$$

$$\text{VALOR NEGOCIO} \quad \text{ACTIVOS TANGIBLES} = \text{VALOR FF \& E} + \text{CAPITAL CIRCULANTE}$$

$$\text{VALOR INTANGIBLES} = \text{C, L y P} + \text{Capital intelectual} + \text{Costes iniciales} + \text{Calidad management} + \text{Marca} + \text{Afilación}$$

## 4. RESULTADOS Y DISCUSIÓN

A continuación, se presenta los resultados y la discusión correspondiente para la valoración física de los bienes de la empresa y luego para la valoración del intangible comercial como valor de negocio en marcha.

### 4.1 Valoración de activos físicos

Los bienes físicos valuados son el terreno, la edificación y el mobiliario y equipo. El siguiente cuadro muestra el resumen de valoración obtenido para el terreno e infraestructura.

**Tabla 1. Valoración de terreno y construcción para el hotel tasado**

DESCRIPCIÓN	ÁREA M <sup>2</sup>	VRN \$/m <sup>2</sup>	VRN \$	VNR \$/M <sup>2</sup> AJUSTADO	VLT AÑOS	EDAD AÑOS	D.E.C FACTOR	VNR TOTAL EN \$	VUR (años)	
Sotano	705,00	\$ 1.000,00	\$ 705.000,00	\$ 625,00	80	40	0,63	\$ 440.625,00	0,39	
1º Nivel	1283,00	\$ 2.000,00	\$ 2.566.000,00	\$ 1.250,00	80	40	0,63	\$ 1.633.750,00	0,39	
2º, 3º y 4º Nivel	3159,00	\$ 2.000,00	\$ 6.318.000,00	\$ 1.250,00	80	40	0,63	\$ 3.948.750,00	0,39	
5º Nivel	1283,00	\$ 2.000,00	\$ 2.566.000,00	\$ 1.250,00	80	40	0,63	\$ 1.633.750,00	0,39	
Mezanine	200,00	\$ 1.000,00	\$ 200.000,00	\$ 625,00	80	40	0,63	\$ 125.000,00	0,39	
		\$ -	\$ -	\$ -	0	0	0	\$ -		
		\$ -	\$ -	\$ -	0	0	0	\$ -		
SUBTOTAL								<b>\$ 7.721.875,00</b>		
OBRAS COMPLEMENTARIAS EN CONSTRUCCIÓN										
DESCRIPCIÓN	ÁREA M <sup>2</sup>	VALOR \$/M <sup>2</sup>	VRN \$	VNR \$/M <sup>2</sup> AJUSTADO	VLT AÑOS	EDAD AÑOS	D.E.C FACTOR	VNR TOTAL EN \$	VUR (años)	
		\$ -	\$ -	\$ -				\$ -		
	0,00	\$ -	\$ -	\$ -	0	0	0	\$ -		
	0,00	\$ -	\$ -	\$ -	0	0	0	\$ -		
		\$ -	\$ -	\$ -	0	0	0	\$ -		
		\$ -	\$ -	\$ -	0	0	0	\$ -		
SUBTOTAL								\$ -		
TOTAL DE CONSTRUCCIONES								<b>\$ 7.721.875,00</b>		
VALUACIÓN DEL TERRENO										
FRACCIÓN	ÁREA M <sup>2</sup>	VALOR UNIT. Base \$ / m <sup>2</sup>	TOTAL \$	VALOR M <sup>2</sup> AJUSTADO	JUSTIFICACIÓN AJUSTE	FACTOR AJUSTE	TOTAL EN \$			
Terreno	1283,10	\$3.574,38	\$ 4.586.280,56	\$ 3.574,38	Ver ajuste pag n°4	1,00	\$ 4.586.280,56			
Área Concesionaria	338,11	\$2.680,78	\$ 906.398,95	\$ 2.680,78		1,00	\$ 906.398,95			
SUBTOTAL								<b>\$ 5.492.679,51</b>		
OBRAS COMPLEMENTARIAS EN TERRENO										
FRACCIÓN	ÁREA M <sup>2</sup>	VALOR UNIT. Base \$ / m <sup>2</sup>	TOTAL \$	VALOR M <sup>2</sup> AJUSTADO	JUSTIFICACIÓN AJUSTE	FACTOR AJUSTE	TOTAL EN \$	VUR (años)		
							\$ -			
							\$ -	0,00		
SUBTOTAL								\$ -		
TOTAL DE TERRENOS								<b>\$ 5.492.679,51</b>		
VALOR TOTAL DEL INMUEBLE :								<b>\$ 13.214.554,51</b>		

Fuente: elaboración propia

Tabla 2. Descripción de la obra civil del hotel tasado

Estructura Básica:	Concreto reforzado
Paredes Externas:	De concreto armado y ladrillo de barro cocido (tesón y soga)
Paredes Internas:	Aluminio y Gypsum
Repellos:	Afinados y Tapiz
Tapicheles:	Concreto reforzado
Pisos:	Mosaicos extranjeros decorativos, cerámicas finas, pergo y alfombras de alto tránsito, con diseño exclusivo para el hotel
Estructura de Techo:	Hierro angular
Cubierta de Techo:	Hierro esmaltado de grueso calibre
Carcas:	Hierro galvanizado
Bajantes:	PVC
Rodapie y comiza:	Rodapie: Madera lujo / Comizas: Con ornamentación de lujo
Cielos rasos:	Cartón mineral, gypsum y tabilla
Entrepiso:	Concreto reforzado colado en sitio (Viguetas de concreto reforzado)
Ventanería y vidrios:	Marcos en aluminio y de madera con vidrios amplios de grueso calibre y celosías con cerajes de metal colado / En la parte interna de las habitaciones marcos de PVC con vidrios insonorizados
Puertas externas:	Madera sólida de lujo
Puertas internas:	Madera sólida de lujo
Cerrajería:	Digital en las puertas principales e internas de las habitaciones y de servicio pesado
Enrejado:	No hay
Closets:	En las habitaciones: Closets de madera sólida y estantería de madera con puertas celosías
Enchapes:	Internos: En paredes de cocinas con azulejos y tilelos, en baños / Externos: No hay
Grifería:	De lujo
Fregadero:	Industriales de acero inoxidable, tipo restaurante
Pilas:	Industriales de acero inoxidable
Mueble de cocina:	Industriales de acero inoxidable
Piezas sanitarias:	1 SS Blanco Lujo, 1 Lavamanos Pedestal Lujo, Tina hierro porcelanizado, sin Jacuzzi, Enchape H1,60mt, todo con vidrio temperado
Escaleras:	De madera de lujo
Pintura:	Interna y Externa. En buen estado
Instalación de agua potable:	Instalaciones mecánicas= Caldera ( Tanques de agua caliente), bombas centrífugas, tanque de agua potable, lavandería con trampas de agua industrial y de grasa, lavaplatos, lavamanos, inodoros, duchas, tinas, mingitorios con faxómetros.
Instalación pluvial:	En tubería PVC
Instalación sanitaria:	PVC a cloaca
Instalación eléctrica:	Dos plantas de emergencia eléctricas, sistema de corriente 110/220/440, interruptores y centros de cargas independientes, transformadores, luminaria con lámparas de tubos fluorescentes, halógenos y de emergencia. Sistema de sonido, Central telefónica e internet
Red de agua caliente:	En todo el Hotel
Altura de piso a cielo:	2,70mts
Sistema de seguridad:	Seguridad Privada y circuito cerrado
Otros:	Elevadores OTIS, ANDINO Y WESTN KOUS con capacidad para diez personas y Un elevador de servicio OTIS con capacidad para ocho personas, dos ascensores de carga.
Otros detalles:	En la parte externa del Quinto Piso del Hotel se ubica el Tanque de Gas, el ducto utilizado es de tubería de metal / El Hotel cuenta CIENTO TREINTA PARES TELEFONICOS

Fuente: elaboración propia



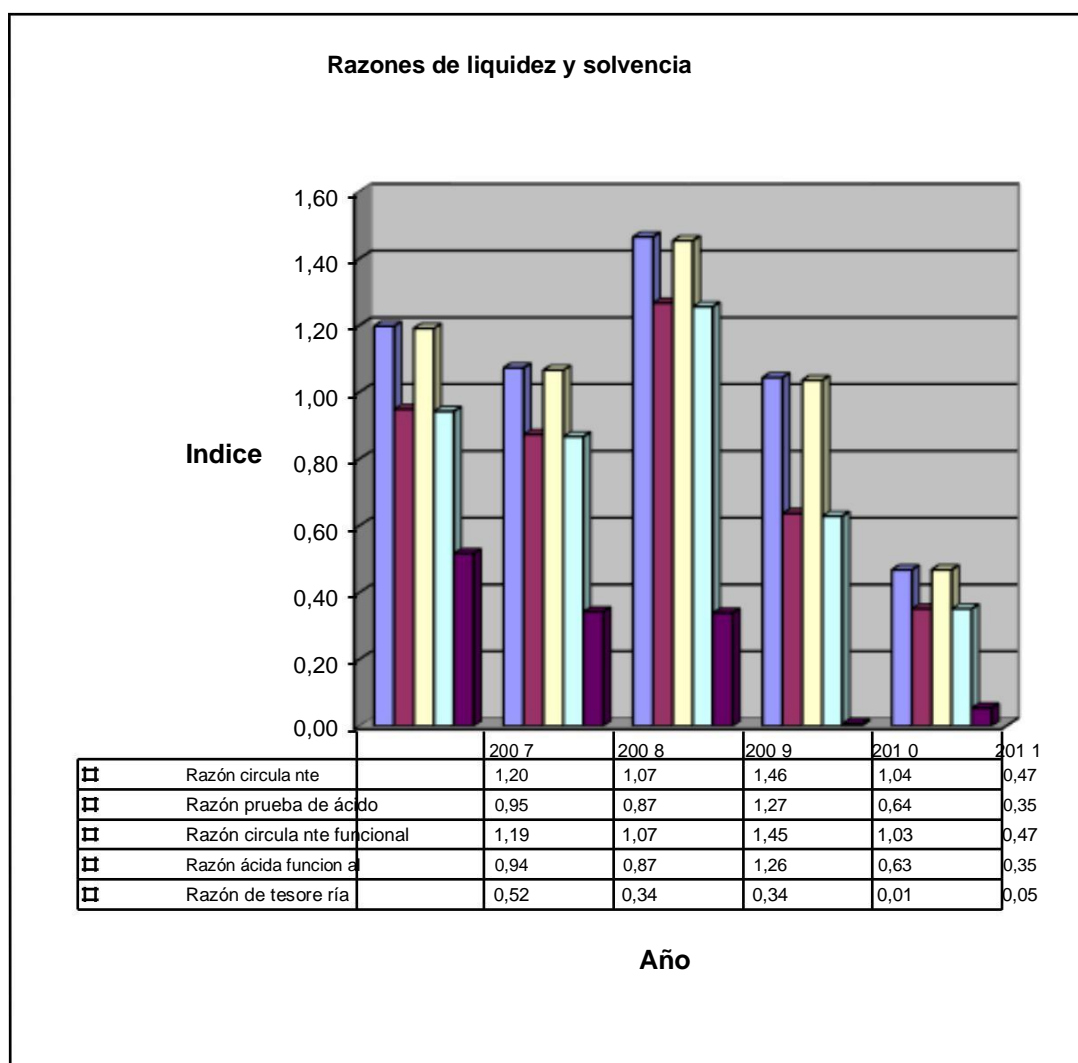
Una condición para mantener la calificación respectiva en el negocio de hotelería es cambiar el mobiliario y equipo con cierta frecuencia. Luego de revisar el listado de activos muebles de la empresa, se consideró un valor global residual de US\$300.000, por medio del método de costo neto de reposición.

## 4.2 Valoración del negocio hotelero

### 4.2.1 Análisis de estados financieros

La liquidez de la empresa se ha desmejorado a partir del año 2009, ya que la razón circulante pasó de 1,20 en el 2007 a 0,47 en el 2011. Asimismo, la razón de tesorería para este último año posee un valor muy bajo del 0,05.

**Figura 1. Razones de liquidez y solvencia del hotel tasado**

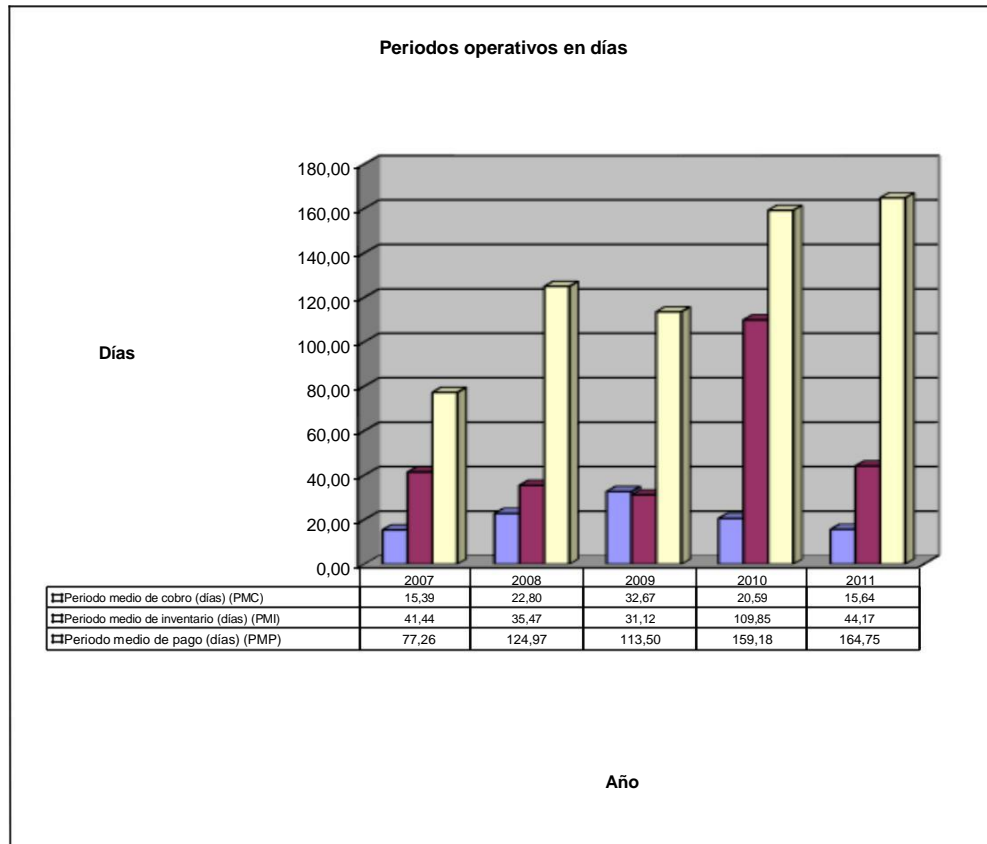


Fuente: elaboración propia

Los periodos operativos de la empresa muestran, que en general, se maneja bien el giro comercial en favor del capital de trabajo, ya que se maneja un periodo de pago a proveedores mucho mayor que el periodo de cobro a clientes.

A partir del año 2009, la empresa ha logrado reducir fuertemente el periodo medio de cobro a clientes y aumentar el periodo medio de cobro a proveedores.

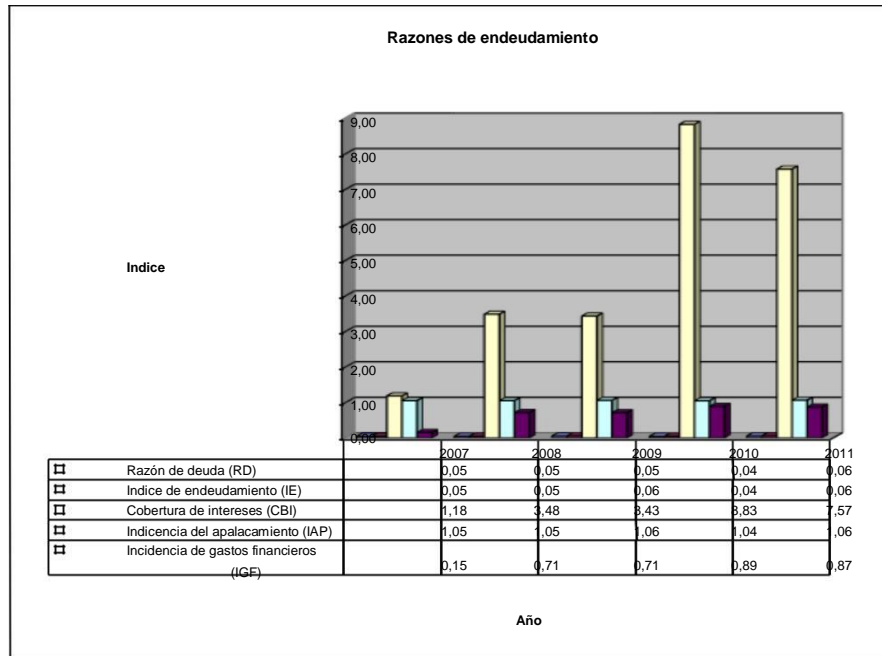
**Figura 2. Periodos operativos del hotel tasado**



Fuente: elaboración propia

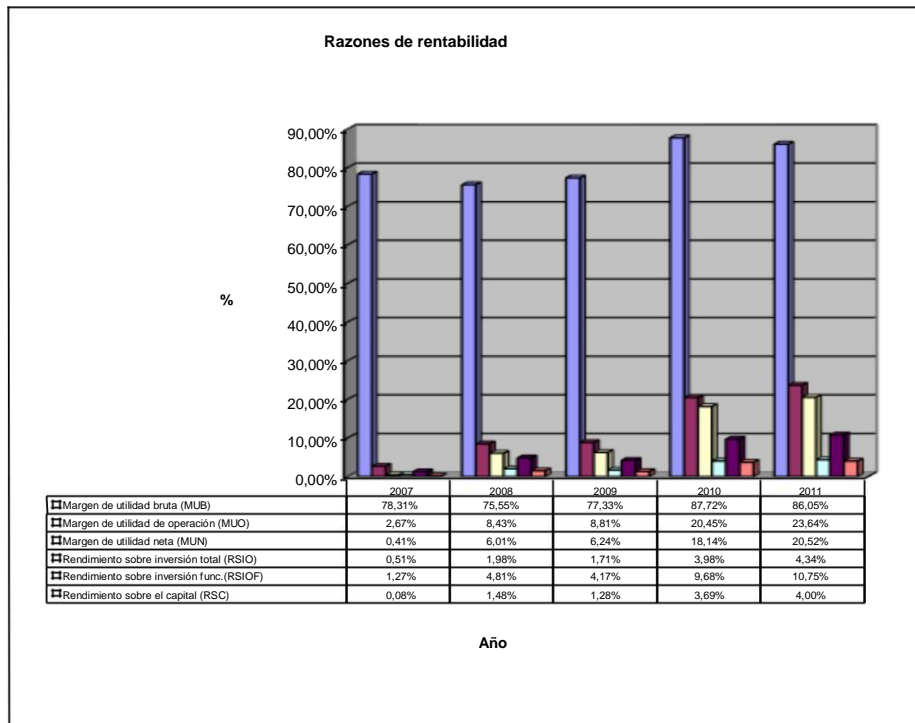
Por otra parte, la empresa ha incrementado su endeudamiento para el año 2011 con respecto al manejo en años anteriores. No obstante, lo anterior, la cobertura de intereses ha mejorado.

Figura 3. Razones de endeudamiento



Fuente: elaboración propia

Figura 4. Razones de rentabilidad



Fuente: elaboración propia

Los indicadores de rentabilidad reflejan cierta estabilidad en el caso del margen bruto que oscila siempre cerca del 80%, más la empresa presenta una rentabilidad un poco baja tanto para el rendimiento sobre el activo como para el rendimiento sobre el capital. La rentabilidad oscila en cerca del 4% anual y es baja en relación con el costo de oportunidad del capital invertido y el riesgo del negocio.

Con respecto al análisis vertical del balance general, se puede apreciar a continuación como en general las relaciones con el activo total han permanecido estables en el tiempo, notándose un incremento relativo en las utilidades acumuladas.

El análisis horizontal, por el contrario, no muestra tasas de crecimiento anual estables prácticamente en ninguna de las partidas que componen el balance general, esto puede ser explicado debido a que la dinámica puede ser relacionada con otras variables como el comportamiento del mercado hotelero y todas las finanzas de la empresa responden a éste.

**Tabla 3. Análisis vertical y horizontal del balance general del hotel tasado**

	2007	2008	2009	2010	2011		2007	2008	2009	2010	2011
<b>BALANCE DE SITUACION</b>						<b>BALANCE DE SITUACION</b>					
Efectivo	0,99%	0,97%	0,65%	0,01%	0,14%	Efectivo	(6,35%)	(33,93%)	(97,84%)	1019,72%	
Inversiones	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	Inversiones	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
Cuentas por cobrar	0,82%	1,49%	1,76%	1,11%	0,80%	Cuentas por cobrar	74,43%	16,67%	(30,56%)	(29,17%)	
Inventarios	0,48%	0,57%	0,38%	0,73%	0,31%	Inventarios	13,59%	(33,77%)	110,75%	(57,42%)	
Gastos diferidos	0,01%	0,02%	0,02%	0,02%	0,00%	Gastos diferidos	48,29%	9,60%	(21,23%)	(100,00%)	
Total activo corriente	2,30%	3,04%	2,81%	1,87%	1,26%	Total activo corriente	26,80%	(8,88%)	(26,92%)	(33,60%)	
Terrenos e infraestructura neta	38,00%	38,07%	38,26%	39,36%	39,12%	Terrenos e infraestructura neta	(4,03%)	(1,10%)	13,15%	(1,85%)	
Inversiones a LP	0,03%	0,02%	0,02%	-0,14%	0,03%	Inversiones a LP	(16,95%)	(8,85%)	(821,73%)	(119,05%)	
Good will	59,67%	58,87%	58,90%	58,91%	59,59%	Good will	(5,47%)	(1,54%)	10,01%	(0,10%)	
Activo biológico neto	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	Activo biológico neto	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
Otros activos	0,01%	0,00%	0,01%	0,01%	0,01%	Otros activos	(37,82%)	50,00%	35,58%	19,18%	
Total activo no corriente	97,70%	96,96%	97,19%	98,13%	98,74%	Total activo no corriente	(4,91%)	(1,37%)	11,06%	(0,63%)	
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>(4,19%)</b>	<b>(1,59%)</b>	<b>9,99%</b>	<b>(1,24%)</b>	
Cuentas por pagar	0,89%	1,99%	1,39%	1,06%	1,17%	Cuentas por pagar	114,62%	(31,43%)	(16,27%)	9,59%	
Gastos acumulados por pagar	0,53%	0,00%	0,03%	0,08%	0,08%	Gastos acumulados por pagar	(99,89%)	3996,51%	252,51%	(4,20%)	
Otros pasivos de corto plazo	0,00%	0,03%	0,01%	0,28%	0,91%	Otros pasivos de corto plazo	0,00%	(68,97%)	2722,61%	223,57%	
Deuda por pagar a corto plazo	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	Deuda por pagar a corto plazo	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
Total pasivo corriente	1,92%	2,83%	1,92%	1,79%	2,69%	Total pasivo corriente	41,57%	(33,28%)	2,57%	48,14%	
Deuda de largo plazo	1,41%	1,47%	1,50%	1,36%	0,93%	Deuda de largo plazo	0,00%	0,00%	0,00%	(32,37%)	
Otros pasivos de largo plazo	1,21%	0,20%	2,05%	1,14%	2,06%	Otros pasivos de largo plazo	(84,02%)	898,46%	(38,86%)	79,25%	
Total pasivo no corriente	2,62%	1,68%	3,54%	2,50%	3,00%	Total pasivo no corriente	(38,74%)	108,07%	(22,43%)	18,41%	
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>4,54%</b>	<b>4,51%</b>	<b>5,47%</b>	<b>4,29%</b>	<b>5,69%</b>	<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>(4,80%)</b>	<b>19,25%</b>	<b>(13,64%)</b>	<b>30,83%</b>	
Capital social y pagado	0,07%	0,07%	0,06%	0,06%	0,06%	Capital social y pagado	(2,98%)	(8,82%)	4,79%	(0,10%)	
Superávit por revaluación	92,55%	91,04%	88,81%	86,97%	81,70%	Superávit por revaluación	(5,75%)	(4,01%)	7,72%	(7,23%)	
Reservas	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	0,01%	Reservas	(2,99%)	(8,81%)	4,77%	(0,11%)	
Utilidades acumuladas	2,83%	4,36%	5,65%	8,66%	12,54%	Utilidades acumuladas	47,78%	27,35%	68,71%	42,97%	
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>95,46%</b>	<b>95,49%</b>	<b>94,53%</b>	<b>95,71%</b>	<b>94,31%</b>	<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>(4,16%)</b>	<b>(2,58%)</b>	<b>11,36%</b>	<b>(2,68%)</b>	
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>(4,19%)</b>	<b>(1,59%)</b>	<b>9,99%</b>	<b>(1,24%)</b>	

Fuente: elaboración propia con base en estados financieros auditados

El análisis vertical del estado de resultados muestra una gran relación de muchas de las variables con el nivel de ventas, no obstante, las partidas de utilidades han mostrado un incremento relativo con respecto a las ventas en el tiempo.

Por su parte, el análisis horizontal del estado de resultados muestra que no hay una tendencia clara de crecimiento de las partidas, sino que estas se mueven como respuesta a otra dinámica que no es el crecimiento temporal.

Llama la atención la tasa de crecimiento de las ventas que resulta ser muy errática son tener un valor esperado estable sujeto de ser considerado para proyección a futuro, ya que unos años crece y otros decrece. Se considera que esto puede estar relacionado con la dinámica del subsector de hotelería como parte del sector turístico nacional.

**Tabla 4. Análisis vertical y horizontal del estado de resultados del hotel tasado**

	2007	2008	2009	2010	2011		2007	2008	2009	2010	2011
<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>						<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>					
Ventas netas	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	Ventas netas	17,72%	(18,58%)	10,18%	(6,74%)	
Costo de ventas	21,69%	24,45%	22,67%	12,28%	13,95%	Costo de ventas	32,69%	(24,50%)	(40,30%)	5,89%	
Utilidad bruta	78,31%	75,55%	77,33%	87,72%	86,05%	Utilidad bruta	13,58%	(16,66%)	24,98%	(8,51%)	
Gastos de ventas	3,50%	2,24%	1,10%	3,17%	1,98%	Gastos de ventas	(24,55%)	(60,16%)	218,30%	(41,69%)	
Gastos de administración	72,14%	64,87%	67,42%	64,09%	60,43%	Gastos de administración	5,87%	(15,38%)	4,75%	(12,08%)	
Total gastos de operación	75,63%	67,11%	68,51%	67,26%	62,41%	Total gastos de operación	4,46%	(16,88%)	8,17%	(13,47%)	
Utilidad de operación	2,67%	8,43%	8,81%	20,45%	23,64%	Utilidad de operación	271,47%	(14,91%)	155,65%	7,80%	
Gastos financieros	2,26%	2,42%	2,57%	2,32%	3,13%	Gastos financieros	26,01%	(13,63%)	(0,66%)	25,75%	
Otros gastos	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	Otros gastos	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
Otros ingresos	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	Otros ingresos	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
Utilidad antes de impuesto	0,41%	6,01%	6,24%	18,14%	20,52%	Utilidad antes de impuesto	1629,19%	(15,42%)	219,99%	5,51%	
Impuesto de renta	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	Impuesto de renta	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	
Utilidad neta	0,41%	6,01%	6,24%	18,14%	20,52%	Utilidad neta	1629,19%	(15,42%)	219,99%	5,51%	

Fuente: elaboración propia con base en estados financieros auditados

Las razones de actividad de la empresa muestran, que en general, se maneja bien el giro comercial en favor del capital de trabajo, ya que se maneja un periodo de pago a proveedores mucho mayor que el periodo de cobro a clientes.

A partir del año 2009, la empresa ha logrado reducir fuertemente el periodo medio de cobro a clientes y aumentar el periodo medio de cobro a proveedores.

#### 4.2.2 Modelación de los ingresos por servicios

El desempeño de varios de los índices financieros de la empresa depende fuertemente de la dinámica de los ingresos por servicios, lo cual se observa claramente en el análisis vertical del estado de resultados.

La tasa de crecimiento de las ventas ha sido errática no pudiendo determinarse una tasa de crecimiento anual confiable de acuerdo al desempeño histórico tal y como lo muestra el análisis horizontal del estado de resultados.

Debido a lo anterior, se hace necesario desarrollar un modelo de pronóstico, en este caso basado o indexado a alguna variable explicativa un poco más certera como resultó ser el PIB del sector hotelero.

En cuadro siguiente muestra la relación encontrada entre las ventas de la empresa y el PIB real de sector hotelero en Costa Rica. El factor calculado corresponde al cociente entre ambas y refleja una relación estable de largo plazo con bajo variabilidad puesto que el coeficiente de variación resultó ser de poco menos del 7% apenas.

**Tabla 4. Factor de relación entre PIB real del sector de hotelería y las ventas por servicios del hotel tasado**

Año	PIB Hotelería (millones colones)	Ventas del Hotel (colones)	Factor Ventas/PIB
2007	327.286,5	2.703.757,0	8,26
2008	338.365,8	3.182.996,0	9,41
2009	318.027,0	2.591.737,0	8,15
2010	331.303,3	2.855.608,0	8,62
2011	345.111,9	2.855.608,0	8,27
2012	359.699,0	2.663.033,0	7,40
2013	372.615,8	3.256.167,5	8,74
2014	384.054,1	3.223.658,8	8,39

Media	8,41
DE	0,57
C.V	6,77%

Fuente: elaboración propia con base en:  
Estados financieros y

<http://indicadoreseconomicos.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos/Cuadros/frmVerCatCuadro.aspx?idioma=1&CodCuadro=%20185>

Por lo anterior, se procedió a ajustar en modelo dinámico de serie cronológica de tiempo tipo ARIMA bajo el enfoque de la metodología Box-Jenkins.

**Tabla 5. Ajuste del modelo ARIMA**

ARIMA, usando las observaciones 1992-2014 (T = 23)  
Variable dependiente: (1-L) PIB\_real\_hoteles  
Desviaciones típicas basadas en el Hessiano

	<i>Coficiente</i>	<i>Desv. Típica</i>	<i>z</i>	<i>Valor p</i>
const	8809,49	83,1001	106,0106	<0,00001 ***
phi_1	0,256967	0,223648	1,149	0,25056
phi_2	-0,663526	0,268176	-2,4742	0,01335 **
phi_3	0,475849	0,213524	2,2286	0,02584 **
phi_4	-0,676778	0,208602	-3,2444	0,00118 ***
theta_1	-0,979419	0,382084	-2,5634	0,01037 **
theta_2	-0,00122205	0,444555	-0,0027	0,99781
theta_3	-0,97942	0,347776	-2,8162	0,00486 ***
theta_4	0,999998	0,340723	2,9349	0,00334 ***
Media de la vble. dep.	9868,539		D.T. de la vble. dep.	8623,273
media innovaciones	1542,188		D.T. innovaciones	4818,941
Log-verosimilitud	-233,4195		Criterio de Akaike	486,839
Criterio de Schwarz	498,1939		Crit. de Hannan-Quinn	489,6947

	<i>Real</i>	<i>Imaginaria</i>	<i>Módulo</i>	<i>Frecuencia</i>
<b>AR</b>				
Raíz 1	0,8091	-0,8761	1,1926	-0,1313
Raíz 2	0,8091	0,8761	1,1926	0,1313
Raíz 3	-0,4575	-0,9108	1,0193	-0,3241
Raíz 4	-0,4575	0,9108	1,0193	0,3241
<b>MA</b>				
Raíz 1	0,9934	-0,115	1	-0,0184
Raíz 2	0,9934	0,115	1	0,0184
Raíz 3	-0,5036	-0,8639	1	-0,334
Raíz 4	-0,5036	0,8639	1	0,334

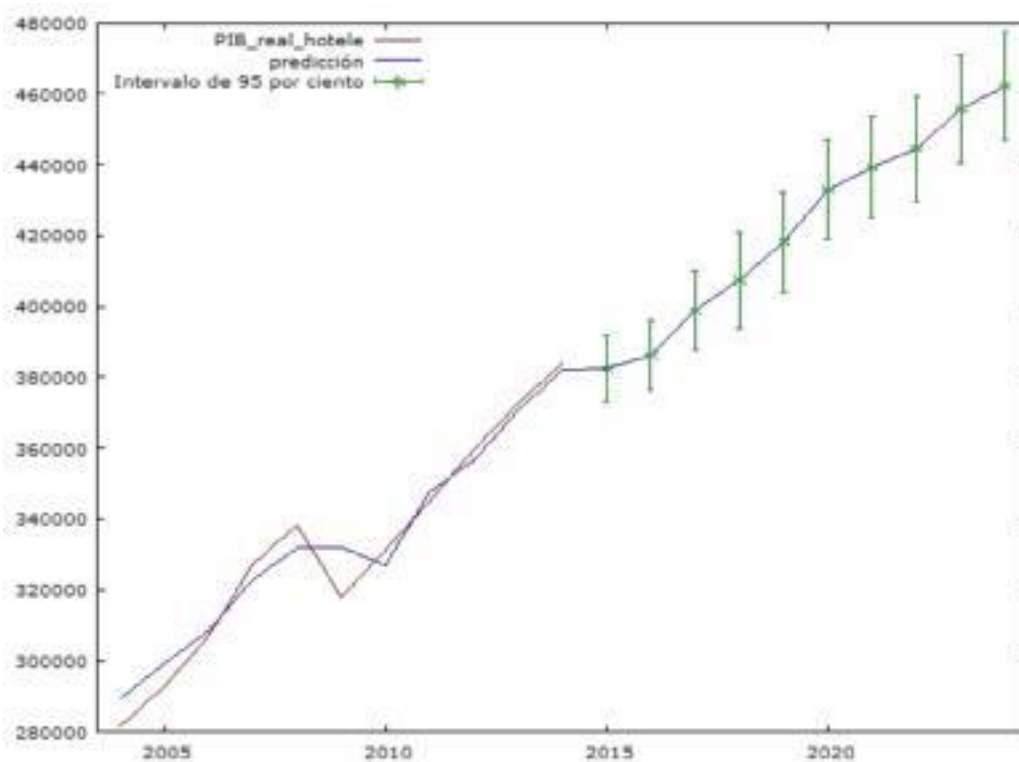
Fuente: elaboración propia

El modelo busca simular el comportamiento histórico de la serie anual para el periodo 1991-2012 y pronosticar el PIB real del sector hotelero para 10 años bajo el supuesto que las condiciones estructurales del sector permanecerían similares al periodo evaluado.

En caso de darse cambios estructurales significativos en el sector y que sean muy distintos a las características prevalecientes del periodo analizado, el modelo estaría incapacitado para considerar estos cambios. No obstante, esta limitante, se considera que usar este modelo es más objetivo que tratar de estimar una tasa de crecimiento para las ventas de la empresa sin ningún fundamento ya que, como se indicó anteriormente, dicha tasa no ha sido estable en el tiempo.

La siguiente figura presenta los resultados predictivos del modelo ajustado mostrando una estabilidad adecuada en los de intervalos de confianza para los pronósticos.

**Figura 5. Pronóstico del PIB del sector de hotelería en Costa Rica para el periodo 2015-2024**

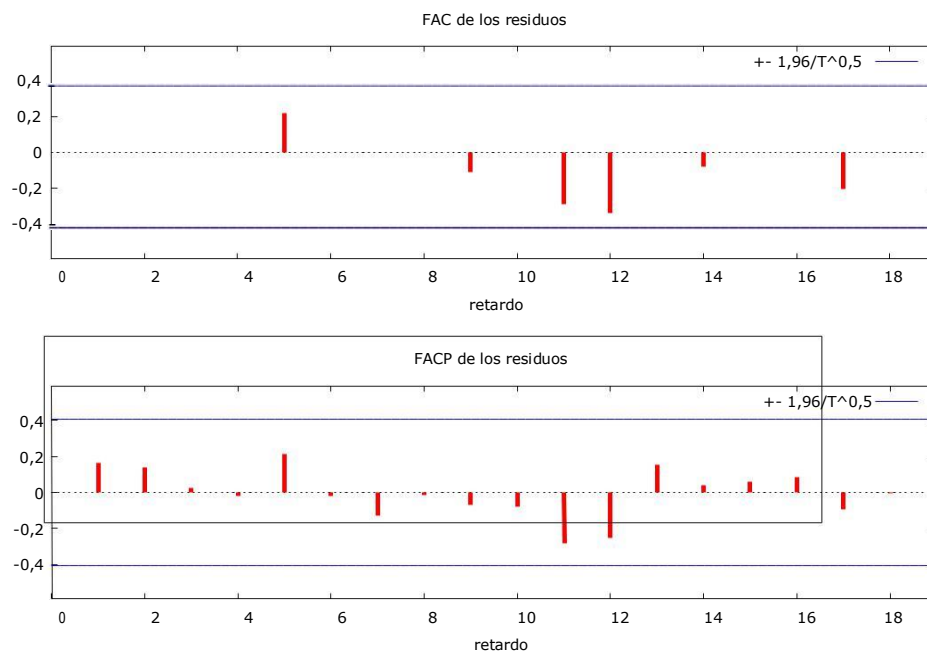


Fuente: elaboración propia

El correlograma de residuos del modelo señala que este modelo es apto para pronosticar puesto que estos residuos confirman ser del tipo de ruido blanco con un control de la oscilación de bandas adecuado.



Figura 6. Correlograma del modelo PIB del sector de hotelería en Costa Rica



Fuente: elaboración propia

Se ensayó con otros modelos ARIMA alternativa y el mostrado arriba fue el que mejor ajuste logró.

Tabla 6. Proyección de las ventas de la empresa y su tasa de crecimiento anual

Año	PIB real	Factor	Ventas	Tasa de crecimiento
2011	345.111,88	7,72	2.663.033,00	
2012	359.699,03	8,43	3.032.498,46	13,87%
2013	372.615,81	8,43	3.141.395,38	3,59%
2014	384.054,09	8,43	3.237.827,55	3,07%
2015	382.554,00	8,43	3.225.180,85	-0,39%
2016	386.259,00	8,43	3.256.416,43	0,97%
2017	399.006,00	8,43	3.363.881,99	3,30%
2018	407.514,00	8,43	3.435.610,00	2,13%
2019	418.182,00	8,43	3.525.548,23	2,62%
2020	432.997,00	8,43	3.650.448,39	3,54%
2021	439.309,00	8,43	3.703.662,68	1,46%

Fuente. Elaboración propia

El cuadro anterior muestra el nivel de ventas del año 2011, último disponible para el análisis, y la proyección de ventas de la empresa hasta el año 2021. La tasa de crecimiento se obtiene entonces por diferencia entre los niveles de cada año.

### 4.3.2 Análisis fundamental

El siguiente cuadro muestra el análisis fundamental de parámetros para la empresa:

**Tabla 7. Análisis de parámetros fundamentales**

Parámetro	Fórmula de cálculo	Media	Desv. Est.	CV
Tasa de crecimiento de ventas	Tasa de cambio anual	0,65%	16,40%	2535,58%
1-Margen bruto	Costo de ventas/Ventas	19,01%	5,50%	28,94%
Tasa de impuesto de la renta	Impuesto de renta/utilidad antes de impuestos x 100	0,00%	0,00%	0,00%
Carga de ventas	Gastos de ventas/Ventas	2,40%	0,96%	40,09%
Carga de administración	Gastos de administración/Ventas	65,79%	4,34%	6,60%
Razón de inventarios	Inventarios / Ventas	2,47%	0,79%	31,90%
Razón de gastos diferidos	Gastos diferidos / Ventas	0,07%	0,04%	61,02%
Crecimiento otros activos CP	Tasa de cambio anual	0,00%	0,00%	0,00%
Razón de cuentas por cobrar	Cuentas x cobrar / Ventas	5,95%	1,96%	32,93%
Razón de inversiones CP	Inversiones CP / Ventas	0,00%	0,00%	0,00%
Razón de inversiones LP	Inversiones LP/Ventas	0,13%	0,02%	18,85%
Crecimiento otros activos LP	Tasa de cambio anual	16,74%	38,49%	229,97%
Rotación de cuentas por pagar	Costo de ventas / Cuentas por pagar	303,17%	100,01%	32,99%
Razón de gastos acumulados	Gastos acumulados / Ventas	0,76%	1,15%	150,96%
Razón de impuestos por pagar	Impuestos por pagar / Ventas	1,87%	0,52%	28,03%
Razón de retenciones por pagar	Retenciones por pagar / Ventas	0,80%	0,33%	41,36%
Tasa de inversión física	Cambio de inversión / Ventas	15,40%	16,81%	109,18%
Tasa de depreciación	Depreciación / Saldo Prop.Plant.Eq.	0,69%	0,24%	34,47%
Razón de deudas otros CP	Otros pasivos CP/ Prop.Plant.Eq.	0,63%	0,99%	157,39%
Razón de deudas de CP	Deuda CP/Prop.Plan.Eq.	0,00%	0,00%	0,00%
Carga financiera	Gastos intereses/Deuda	20,34%	7,83%	38,50%
Razón de deuda otros LP	Otros pasivos LP/Prop.Plan.Eq.	3,44%	1,99%	57,79%
Distribución de dividendos	Dividendos/Utilidad neta	0,00%	0,00%	0,00%
Crecimiento Good Will	Tasa de cambio anual	0,73%	6,59%	908,84%
Tasa de ingresos financieros	Ingresos financieros / Inversiones CP y LP	0,00%	0,00%	0,00%

Fuente: elaboración propia

### 4.3.3 Proyecciones de estados financieros

En la tabla 8, se presentan los ingresos estimados para el proyecto, producto de la cantidad de unidades producidas de higo y el precio calculado según criterio experto de productores y comercializadores

**Tabla 8. Estado de resultados proyectado**

	Estado de Resultados Histórico					Estado de Resultados Proyectado									
Ventas netas	2.703.757	3.182.996	2.591.737	2.855.608	2.663.033	3.032.498	3.141.395	3.237.828	3.225.181	3.256.416	3.363.882	3.435.610	3.525.548	3.650.448	3.703.663
Costo de ventas	586.547	778.290	587.577	350.810	371.471	454.875	471.209	485.674	483.777	488.462	504.582	515.342	528.832	547.567	555.549
Utilidad bruta	2.117.210	2.404.706	2.004.160	2.504.798	2.291.562	2.577.624	2.670.186	2.752.153	2.741.404	2.767.954	2.859.300	2.920.269	2.996.716	3.102.881	3.148.113
Gastos de ventas	94.557	71.341	28.422	90.466	52.754	60.650	78.535	80.946	96.755	97.692	100.916	103.068	105.766	109.513	111.110
Gastos de administración	1.950.378	2.064.882	1.747.278	1.830.278	1.609.176	1.849.824	1.947.665	2.039.831	2.096.368	2.116.671	2.186.523	2.233.147	2.291.606	2.372.791	2.407.381
Total gastos de operación	2.044.935	2.136.223	1.775.700	1.920.744	1.661.930	1.910.474	2.026.200	2.120.777	2.193.123	2.214.363	2.287.440	2.336.215	2.397.373	2.482.305	2.518.491
Utilidad de operación	72.275	268.483	228.460	584.054	629.632	667.150	643.986	631.376	548.281	553.591	571.860	584.054	599.343	620.576	629.623
Gastos financieros	61.209	77.131	66.619	66.179	83.221	97.939	109.347	121.549	127.296	133.099	139.093	145.216	151.498	158.003	164.603
Ingresos financieros	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros gastos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros ingresos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utilidad antes de impuesto	11.066	191.352	161.841	517.875	546.411	569.211	534.639	509.828	420.985	420.492	432.767	438.838	447.845	462.573	465.019
Impuesto de renta	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Utilidad neta	11.066	191.352	161.841	517.875	546.411	569.211	534.639	509.828	420.985	420.492	432.767	438.838	447.845	462.573	465.019

Fuente: elaboración propia

**Tabla 9. Balance general proyectado**

	Balance General Histórico					Balance General Proyectado									
Efectivo	140.256	131.353	86.783	1.876	21.006	71.978	308.951	528.378	658.387	785.415	915.631	1.045.090	1.175.537	1.309.676	1.440.763
Inversiones	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Cuentas por cobrar	115.580	201.605	235.209	163.336	115.683	151.625	157.070	161.891	161.259	162.821	168.194	171.781	176.277	182.522	185.183
Inventarios	67.517	76.691	50.790	107.042	45.578	60.650	62.828	64.757	64.504	65.128	67.278	68.712	70.511	73.009	74.073
Gastos diferidos	1.756	2.604	2.854	2.248	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros activos corrientes	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total activo corriente	325.109	412.253	375.636	274.502	182.267	284.253	528.849	755.026	884.150	1.013.364	1.151.102	1.285.583	1.422.326	1.565.207	1.700.020
Terrenos e infraestructura neta	5.379.594	5.162.789	5.105.984	5.777.544	5.670.837	6.121.163	6.432.161	6.752.706	7.071.999	7.394.384	7.727.409	8.067.534	8.416.563	8.777.958	9.144.620
Inversiones a LP	3.811	3.165	2.885	-20.822	3.967	4.549	4.712	4.857	4.838	4.885	5.046	5.153	5.288	5.476	5.555
Good will	8.445.861	7.984.016	7.861.256	8.647.923	8.639.247	8.639.247	8.639.247	8.639.247	8.639.247	8.639.247	8.639.247	8.639.247	8.639.247	8.639.247	8.639.247
Activo biológico neto	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros activos	907	564	846	1.147	1.367	1.572	1.808	2.079	2.391	2.750	3.162	3.636	4.182	4.809	5.530
Total activo no corriente	13.830.173	13.150.534	12.970.971	14.405.792	14.315.418	14.766.531	15.077.928	15.398.889	15.718.475	16.041.265	16.374.863	16.715.571	17.065.280	17.427.489	17.794.953
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>14.155.282</b>	<b>13.562.787</b>	<b>13.346.607</b>	<b>14.680.294</b>	<b>14.497.685</b>	<b>15.050.783</b>	<b>15.606.777</b>	<b>16.153.915</b>	<b>16.602.624</b>	<b>17.054.630</b>	<b>17.525.966</b>	<b>18.001.153</b>	<b>18.487.606</b>	<b>18.992.696</b>	<b>19.494.973</b>
Cuentas por pagar	125.887	270.181	185.254	155.113	169.996	227.437	188.484	161.891	161.259	162.821	168.194	171.781	176.277	182.522	185.183
Gastos acumulados	75.564	86	3.523	12.419	11.898	15.162	15.707	16.189	16.126	16.282	16.819	17.178	17.628	18.252	18.518
Impuestos por pagar	54.065	84.313	49.675	37.465	39.107	45.487	47.121	48.567	48.378	48.846	50.458	51.534	52.883	54.757	55.555
Retenciones por pagar	16.021	25.188	16.593	17.265	36.653	30.325	31.414	32.378	32.252	32.564	33.639	34.356	35.255	36.504	37.037
Otros pasivos de corto plazo	0	4.660	1.446	40.815	132.067	122.423	128.643	135.054	141.440	147.888	154.548	161.351	168.331	175.559	182.892
Deuda por pagar a corto plazo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total pasivo corriente	271.537	384.428	256.491	263.077	389.721	440.836	411.369	394.080	399.454	408.401	423.659	436.199	450.375	467.595	479.185
Deuda de largo plazo	200.000	200.000	200.000	200.000	135.260	122.423	128.643	135.054	141.440	147.888	154.548	161.351	168.331	175.559	182.892
Otros pasivos de largo plazo	171.101	27.346	273.040	166.945	299.248	244.847	289.447	337.635	353.600	369.719	386.370	403.377	420.828	438.898	457.231
Total pasivo no corriente	371.101	227.346	473.040	366.945	434.508	367.270	418.090	472.689	495.040	517.607	540.919	564.727	589.159	614.457	640.123
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>642.638</b>	<b>611.774</b>	<b>729.531</b>	<b>630.022</b>	<b>824.229</b>	<b>808.105</b>	<b>829.459</b>	<b>866.770</b>	<b>894.494</b>	<b>926.008</b>	<b>964.577</b>	<b>1.000.927</b>	<b>1.039.535</b>	<b>1.082.052</b>	<b>1.119.309</b>
Capital social y pagado	9.709	9.420	8.589	9.000	8.991	9.000	9.000	9.000	9.000	9.000	9.000	9.000	9.000	9.000	9.000
Superávit por revaluación	13.100.500	12.347.864	11.853.083	12.767.911	11.844.695	11.844.695	11.844.695	11.844.695	11.844.695	11.844.695	11.844.695	11.844.695	11.844.695	11.844.695	11.844.695
Reservas	1.942	1.884	1.718	1.800	1.798	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800	1.800
Utilidades acumuladas	400.493	591.845	753.686	1.271.561	1.817.972	2.387.183	2.921.822	3.431.650	3.852.635	4.273.127	4.705.893	5.144.731	5.592.576	6.055.149	6.520.169
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>13.512.644</b>	<b>12.951.013</b>	<b>12.617.076</b>	<b>14.050.272</b>	<b>13.673.456</b>	<b>14.242.678</b>	<b>14.777.317</b>	<b>15.287.145</b>	<b>15.708.130</b>	<b>16.128.622</b>	<b>16.561.388</b>	<b>17.000.226</b>	<b>17.448.071</b>	<b>17.910.644</b>	<b>18.375.664</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>14.155.282</b>	<b>13.562.787</b>	<b>13.346.607</b>	<b>14.680.294</b>	<b>14.497.685</b>	<b>15.050.783</b>	<b>15.606.777</b>	<b>16.153.915</b>	<b>16.602.624</b>	<b>17.054.630</b>	<b>17.525.966</b>	<b>18.001.153</b>	<b>18.487.606</b>	<b>18.992.696</b>	<b>19.494.973</b>

Fuente: elaboración propia

**Tabla 10. Estado de flujo de efectivo proyectado (enfoque financiero)**

Estado de Flujo de Efectivo Histórico				Estado de Flujo de Efectivo Proyectado											
Utilidad neta	191.352	161.841	517.875	546.411	569.211	534.639	509.828	420.985	420.492	432.767	438.838	447.845	462.573	465.019	
Depreciación	51.827	23.157	27.607	59.606	61.212	64.322	67.527	70.720	73.944	77.274	80.675	84.166	87.780	91.446	
Amortización	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Estimación por incobrables	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Revaluación de activos	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Intereses	77.131	66.619	66.179	83.221	97.939	109.347	121.549	127.296	133.099	139.093	145.216	151.498	158.003	164.603	
Escudo fiscal de los intereses	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
<b>Flujo operativo</b>	<b>320.310</b>	<b>251.617</b>	<b>611.661</b>	<b>689.238</b>	<b>728.361</b>	<b>708.308</b>	<b>698.903</b>	<b>619.001</b>	<b>627.535</b>	<b>649.134</b>	<b>664.729</b>	<b>683.509</b>	<b>708.356</b>	<b>721.069</b>	
Cambio en cuentas por cobrar	-86.025	-33.604	71.873	47.653	-35.942	-5.445	-4.822	632	-1.562	-5.373	-3.586	-4.497	-6.245	-2.661	
Cambio en inventarios	-9.174	25.901	-56.252	61.464	-15.072	-2.178	-1.929	253	-625	-2.149	-1.435	-1.799	-2.498	-1.064	
Cambio en gastos diferidos	-848	-250	606	2.248	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Cambio en cuentas por pagar	144.294	-84.927	-30.141	14.883	57.441	-38.954	-26.592	-632	1.562	5.373	3.586	4.497	6.245	2.661	
Cambio en gastos acumulados	-75.478	3.437	8.896	-521	3.264	544	482	-63	156	537	359	450	625	266	
Cambio en impuestos por pagar	30.248	-34.638	-12.210	1.642	6.380	1.633	1.446	-190	469	1.612	1.076	1.349	1.874	798	
Cambio en retenciones por pagar	9.167	-8.595	672	19.388	-6.328	1.089	964	-126	312	1.075	717	899	1.249	532	
Cambio en gastos otros pasivos	4.660	-3.214	39.369	91.252	-9.644	6.220	6.411	6.386	6.448	6.660	6.803	6.981	7.228	7.333	
Cambio neto en capital de trabajo financiero	16.844	-135.890	22.813	238.009	101	-37.090	-24.039	6.259	6.760	7.735	7.520	7.880	8.477	7.865	
Adquisición de inmuebles, maquinaria y equipo	-587.658	-461.133	215.661	-876.115	-511.538	-375.320	-388.072	-390.013	-396.329	-410.298	-420.801	-433.195	-449.174	-458.109	
Aumento en inversiones de largo plazo	646	280	23.707	-24.789	-582	-163	-145	19	-47	-161	-108	-135	-187	-80	
Good will	461.845	122.760	-786.667	8.676	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Adquisición de activo biológico	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Adquisición de otros activos	343	-282	-301	-220	-205	-236	-271	-312	-359	-412	-474	-545	-627	-721	
<b>Total actividades de inversión</b>	<b>-124.824</b>	<b>-338.375</b>	<b>-547.600</b>	<b>-892.448</b>	<b>-512.324</b>	<b>-375.719</b>	<b>-388.488</b>	<b>-390.306</b>	<b>-396.735</b>	<b>-410.872</b>	<b>-421.383</b>	<b>-433.875</b>	<b>-449.989</b>	<b>-458.910</b>	
<b>Flujo libre de la empresa</b>	<b>212.330</b>	<b>-222.648</b>	<b>86.874</b>	<b>34.799</b>	<b>216.138</b>	<b>295.499</b>	<b>286.377</b>	<b>234.954</b>	<b>237.560</b>	<b>245.997</b>	<b>250.866</b>	<b>257.514</b>	<b>266.844</b>	<b>270.024</b>	
Deuda de corto plazo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Deuda de largo plazo	0	0	0	-64.740	-12.837	6.220	6.411	6.386	6.448	6.660	6.803	6.981	7.228	7.333	
Otros pasivos de largo plazo	-143.755	245.694	-106.095	132.303	-54.401	44.601	48.188	15.965	16.119	16.651	17.006	17.451	18.070	18.333	
Intereses pagados	-77.131	-66.619	-66.179	-83.221	-97.939	-109.347	-121.549	-127.296	-133.099	-139.093	-145.216	-151.498	-158.003	-164.603	
Escudo fiscal de los intereses	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
<b>Total actividades de financiamiento con deuda</b>	<b>-220.886</b>	<b>179.075</b>	<b>-172.274</b>	<b>-15.658</b>	<b>-165.177</b>	<b>-58.526</b>	<b>-66.950</b>	<b>-104.945</b>	<b>-110.532</b>	<b>-115.782</b>	<b>-121.407</b>	<b>-127.066</b>	<b>-132.706</b>	<b>-138.937</b>	
<b>Flujo de socios</b>	<b>-8.556</b>	<b>-43.573</b>	<b>-85.400</b>	<b>19.141</b>	<b>50.961</b>	<b>236.973</b>	<b>219.427</b>	<b>130.009</b>	<b>127.028</b>	<b>130.215</b>	<b>129.459</b>	<b>130.447</b>	<b>134.138</b>	<b>131.088</b>	
Aportes de capital accionario	-289	-831	411	-9	9	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Dividendos pagados	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Reservas	-58	-166	82	-2	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
<b>Total actividades de financiamiento con patrimonio</b>	<b>-347</b>	<b>-997</b>	<b>493</b>	<b>-11</b>	<b>11</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>Variación neta de efectivo</b>	<b>-8.903</b>	<b>-44.570</b>	<b>-84.907</b>	<b>19.130</b>	<b>50.972</b>	<b>236.973</b>	<b>219.427</b>	<b>130.009</b>	<b>127.028</b>	<b>130.215</b>	<b>129.459</b>	<b>130.447</b>	<b>134.138</b>	<b>131.088</b>	
Efectivo e inversiones transitorias al inicio	140.256	131.353	86.783	1.876	21.006	71.978	308.951	528.378	658.387	785.415	915.631	1.045.090	1.175.537	1.309.676	
Efectivo e inversiones transitorias al final	131.353	86.783	1.876	21.006	71.978	308.951	528.378	658.387	785.415	915.631	1.045.090	1.175.537	1.309.676	1.440.763	

Fuente: elaboración propia

### 4.3.4 Valoración del negocio

Como resultado se procede a elaborar un flujo de efectivo para modelar el negocio hotelero con los siguientes supuestos:

1. Se proyecta un flujo de efectivo a 10 años y se supone perpetuidad a partir de ese año.
2. La tasa libre de riesgo en US dólares es de 5,64 % correspondiente a los Treasury Bonds de largo plazo (años).
3. El rendimiento del mercado corresponde al S&P500 de mediano plazo de 8,71%.
4. La beta del sector hotelero desapalancada es de 1,21, pero se debe ajustar por el grado de apalancamiento de la empresa para reflejar adecuadamente el riesgo en el costo promedio de capital.
5. El modelo incorpora la prima por riesgo país para equiparar los datos de mercados financieros desarrollados con el mercado financiero local emergente.
6. Se considera una estructura de capital constante con base en lo vigente al 2011.
7. Se estima una tasa de crecimiento promedio a perpetuidad del 7% en el flujo del último año.
8. Se parte una tasa libre de riesgo de largo plazo de los bonos del Tesoro de 5,64%, una beta del sector hotelero de 1,21 sin apalancar que luego se apalanca con la razón de deuda de la empresa del 30,98% (no se consideró el superávit por revaluación de activos en el patrimonio).
9. La tasa de rendimiento del mercado accionario de los Estados Unidos aproximado por el rendimiento del S&P500 de largo plazo del 8,71%. Al modelo CAPM ajustado con los datos anteriores, se le suma la prima por riesgo país para “tropicalizar” el sistema a Costa Rica y el costo de capital obtenido para los recursos propios fue del 13,16%, mientras que el costo promedio de capital fue de 13,29% considerando un costo de deuda del 19,18% y un peso de deuda del 27,03%.

**Tabla 11. Valor de negocio del patrimonio de la empresa**

Flujo libre de la empresa	216.138	295.499	286.377	234.954	237.560	245.997	250.866	257.514	266.844	270.024
Valor residual										4.636.010
<b>Flujo libre de la empresa con valor residual</b>	<b>216.138</b>	<b>295.499</b>	<b>286.377</b>	<b>234.954</b>	<b>237.560</b>	<b>245.997</b>	<b>250.866</b>	<b>257.514</b>	<b>266.844</b>	<b>4.906.035</b>

Tasa libre de riesgo	5,64%	Wd	27,03%	D/E	30,98%	Ks	13,16%
Beta no apalancada	1,21	Ws	72,97%	Prima riesgo básica	3,07%	Kd	19,18%
Rendimiento del mercad	8,71%	kd(1-t)	13,43%	Prima riesgo negocio	4,52%		
Riesgo país USA	5,80%	ks	13,16%	Prima riesgo país	3,00%		
Riesgo país CR	8,80%	t	30,0%	Beta apalancada	1,47		

Costo de capital	en US\$	13,23%	Tasa de crecimiento (g)	7,00%
------------------	---------	--------	-------------------------	-------

<b>Efectivo inicial</b>	<b>\$21.006</b>	Notas:
<b>Inversiones transitorias</b>	<b>\$0</b>	Rendimiento del mercado valor esperado del S&P500 media aritmética 2002-2012
<b>Valor de negocio de los activos</b>	<b>\$2.709.358</b>	Tasa libre de riesgo Treasury Bonds a 10 años, media aritmética 2002-2012
<b>Valor de la deuda</b>	<b>\$566.575</b>	Referencia sobre riesgo país, en la siguiente dirección: <a href="http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html">http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html</a>
<b>Valor de negocio del patrimonio</b>	<b>\$2.142.783</b>	

Fuente: elaboración propia

## **5. CONCLUSIONES**

De conformidad con las Normas Internacionales de Valuación se procedió a determinar que el inmueble posee un mayor y mejor uso como generador de rentas para actividades comerciales múltiples, rentabilidad que supera la proyección como valor en marcha para hotelería, de esta forma el terreno se valora para comercio y no para hotelería.

El valor del mobiliario y equipo se determinó por un estimado global debido a la poca importancia relativa con respecto al terreno y la infraestructura.

Se realizó valoración de negocio en marcha por medio de la proyección de la actividad hotelera con base en los estados financieros auditados del 2007 al 2011 y el valor presente obtenido resultó menor que el valor físico de los activos tangibles (terreno, infraestructura, mobiliario y equipo), por lo que no fue posible obtener un valor en exceso a ellos, conocido como Good Will.

Posibles razones que expliquen la incapacidad actual de generación de valor de intangibles por Good Will son: incremento de la competencia hotelera especializada como es el caso de la cadena Marriott, Hotel Holiday Inn y otros que ofrecen comodidades muy diferentes al hotel valorado, estacionalidad de la actividad turística, incremento de la inseguridad ciudadana, cambio de prioridad al uso comercial multi-actividad en donde se ubica el hotel tasado.

Para mejorar el valor de negocio a tal punto que supere el valor físico de los activos tangibles y por lo tanto genere un valor intangible en exceso conocido como Good Will se recomienda, salvo mejor criterio, una evaluación de reingeniería de negocios y un replanteamiento estratégico integral con miras a mejorarla rentabilidad del Hotel.

## **6. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS**

- Borrero, O. (2000) Factores y método en el avalúo comercial. *En: Avalúos de Inmuebles y Garantías*. Bogotá: Bhandar Ediciones
- Casanovas & Santandreu (2009). Metodologías para la valoración de empresas hoteleras *Revista de Contabilidad y Dirección*. 8, 153-172
- Gujarati, D.N.; Porter, D.C.; Gunasekar, S. (2013). *Basic Econometrics*, 5 ed. McGraw-Hill International.
- Lenhoff, D. & Reichard, H. (2003) Hotel Asset Allocation: Separating the Tangible Personalty. *Assesment J.*, 10,1, 25-27.
- Lesser, D.; Rubin, K. (1993). Understanding the Unique Aspects of Hotel Property Tax Valuation. *Appraisal Journal*, 6, 1, 9-11.

- Nelson, R.; Messer, Jay L.; Allen, Laurence G. (1988) Hotel Enterprise Valuation, *Appraisal Journal*, 56, 2, 163-168.
- Reynolds, H. (1986) Attributing Hotel Income to Real Estate and to Personalty. *The Appraisal Journal.*, 54, 4, 615–617.
- Rojas, L.D. (2009). Evolución e importancia del turismo en Costa Rica. Disponible: [https://estadonacion.or.cr/files/biblioteca\\_virtual/015/Rojas\\_2009.pdf](https://estadonacion.or.cr/files/biblioteca_virtual/015/Rojas_2009.pdf)
- Rushmore, S. (2004) Why the “Rusmore Approach” is Better Method for Valuating the Real Property Component of a Hotel, *J. of Prop. Tax Ass. & Adm.* 1, 4, 15-27.
- Rushmore, A.; Arasi, T. (1986). Adjusting Comparable Sales for Hotel Assessment Appeals. *The Appraisal Journal*, 54, 3, 356-366
- Smith, K.; Thorsteindottir, K. (2006) European Hotel Valuation. HVS International.
- Walsh, Ch.; Staley Jr, H. (1993) Considerations in the Valuation of Hotels. *The Appraisal Journal*, 61, 3, 348-357.
- Wolman, P.A. (2005). Quantifiying Net Income Attributable to Business Intangibles for a Hotel- Operated Full-Service Day Spa. *The Appraisal Journal*, 73, 4, 408-412.