

Maestría en
FINANZAS CORPORATIVAS

**Trabajo de investigación previo a la obtención del título de
Magíster en Finanzas Corporativas**

AUTORES:

Andrea Verenisse Pillajo Yujato

Josué Fabricio Arguero Hurtado

Tatiana Gissela Lara Capa

Vanessa Mikaela Cevallos Garzón

Fusión por absorción de la empresa Cubierto S.A. a Empaques de Papel S.A.

Quito, diciembre 2025

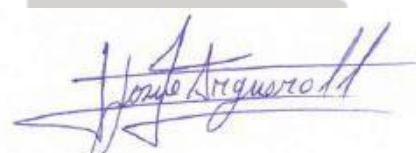
Certificación de autoría

Nosotros, Andrea Verenisse Pillajo Yujato, Josué Fabricio Arguero Hurtado, Tatiana Gissela Lara Capa, Vanessa Mikaela Cevallos Garzón declaramos bajo juramento que el trabajo aquí descrito es de nuestra autoría; que no ha sido presentado anteriormente para ningún grado o calificación profesional y que se ha consultado la bibliografía detallada.

Cedemos nuestros derechos de propiedad intelectual a la Universidad Internacional del Ecuador (UIDE), para que sea publicado y divulgado en internet, según lo establecido en la Ley de Propiedad Intelectual, su reglamento y demás disposiciones legales.



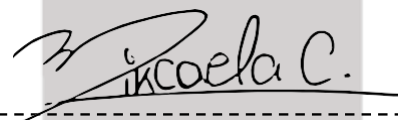
Firma del graduando
Andrea Verenisse Pillajo Yujato



Firma del graduando
Josué Fabricio Arguero Hurtado



Firma del graduando
Tatiana Gissela Lara Capa



Firma del graduando
Vanessa Mikaela Cevallos Garzón

Autorización de Derechos de Propiedad Intelectual

Nosotros, Andrea Verenisse Pillajo Yujato, Josué Fabricio Arguero Hurtado, Tatiana Gissela Lara Capa, Vanessa Mikaela Cevallos Garzón, en calidad de autores del trabajo de investigación titulado *Fusión por absorción de la empresa Cubierto S.A. a Empaques de Papel S.A.* autorizamos a la Universidad Internacional del Ecuador (UIDE) para hacer uso de todos los contenidos que nos pertenecen o de parte de los que contiene esta obra, con fines estrictamente académicos o de investigación. Los derechos que como autores nos corresponden, lo establecido en los artículos 5, 6, 8, 19 y demás pertinentes de la Ley de Propiedad Intelectual y su Reglamento en Ecuador.

D. M. Quito, (diciembre 2025)



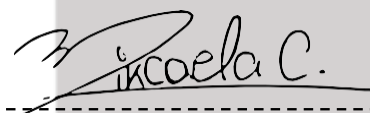
Firma del graduando
Andrea Verenisse Pillajo Yujato



Firma del graduando
Josué Fabricio Arguero Hurtado



Firma del graduando
Tatiana Gissela Lara Capa



Firma del graduando
Vanessa Mikaela Cevallos Garzón

Nota sobre derechos de autor: Este trabajo y lo que a continuación se expone solo tiene una validez académica, quedando copia de éste en la biblioteca digital de UIDE y EIG. La distribución y uso de este trabajo por parte de alguno de sus autores con otros fines deberá ser informada a ambas Instituciones, a los directores del Máster y resto de autores, siendo responsable aquel que se atribuya dicha distribución.

Aprobación de dirección y coordinación del programa

Nosotros, **Jesus del Castillo Director/a EIG** y **Esteban Arias Coordinador/a UIDE**, declaramos que los graduandos: Andrea Verenisse Pillajo Yujato, Josué Fabricio Arguero Hurtado, Tatiana Gissela Lara Capa, Vanessa Mikaela Cevallos Garzón son los autores exclusivos de la presente investigación y que ésta es original, auténtica y personal de ellos.

**GONZALEZ
MORALES
JOSE
ANTONIO -
23787003N**

Firmado digitalmente
por GONZALEZ
MORALES JOSE
ANTONIO -
23787003N
Fecha: 2026.01.23
06:49:03 +01'00'

 Director/a de la
 Maestría en Finanzas Corporativas



 Coordinador/a de la
 Maestría en Finanzas Corporativas

DEDICATORIA

Queremos dedicar este proyecto principalmente a nuestra familia que nos ha acompañado de distintas formas en este interesante camino, con su paciencia incondicional y su confianza. A cada uno de nosotros, por el esfuerzo realizado a lo largo de toda la maestría, por el compromiso que cada uno a expuesto en este tiempo, la perseverancia y el trabajo en equipo que hemos demostrado en cada obstáculo y por la entrega para poder culminar hoy con éxito este camino de aprendizaje y retos.

AGRADECIMIENTOS

Agradecemos a nuestra familia por su comprensión y apoyo en este tiempo. A nuestros docentes por su guía, exigencia y compartir su conocimiento con cada uno de nosotros para enriquecer el desarrollo de este proyecto. A la institución por hacernos parte de ella, por entregarnos herramientas para utilizarlas en nuestra vida profesional y personal. Para finalizar a cada persona que de distinta forma contribuyeron para que este proyecto puede realizarse.

RESUMEN

El proyecto consiste en fusionar dos empresas complementarias que en la actualidad operan de manera independiente, para reforzar a una compañía y así contar con mayor alcance de clientes y un portafolio diversificado. La fusión permitirá generar un crecimiento en el mercado nacional mejorando su oferta de productos, con el objetivo de aumentar su capacidad y pueda atender desde pequeñas empresas hasta grandes cadenas de alimentos y retail, con una oferta integral de empaques plásticos y de papel, generando sinergias comerciales optimizando su capacidad operativa, gastos administrativos que fortalecen la competitividad.

Además, la compañía impulsará una gestión responsable de residuos de producción, aunque no representa un ingreso principal, sí refuerza su compromiso con la sostenibilidad y la reducción de huella ambiental.

Palabras Claves: Portafolio diversificado, empresas retail, sinergias, huella ambiental.

ABSTRACT

This project analyzes the merger by absorption between two complementary companies that currently operate independently, with the aim of strengthening their competitive position in the national market. The integration seeks to consolidate a business structure with greater customer reach and a diversified product portfolio, capable of serving both small businesses and large food and retail chains.

The merger is expected to generate commercial and operational synergies through the optimization of production capacity, reduction of administrative costs, and improvement of organizational efficiency, enhancing the competitiveness and financial sustainability of the resulting company. Additionally, the project incorporates a sustainability approach by promoting responsible management of production waste, which, although not a primary source of income, reinforces the company's environmental commitment and reduction of its ecological footprint.

Keywords: Diversified portfolio, business synergies, retail sector, sustainability, environmental footprint.

TABLA DE CONTENIDOS

CAPÍTULO 1:.....	17
1. Planteamiento del problema e importancia del estudio	17
1.1. Definición del proyecto	17
1.2. Naturaleza o tipo de proyecto	18
1.3. Objetivos	18
1.3.1. Objetivo general.....	18
1.3.2. Objetivo específico	18
1.4. Justificación e importancia del trabajo de investigación.....	18
CAPÍTULO 2:.....	20
2.1 Valoración de empresas.....	20
2.1.2 Clasificación de métodos de valoración empresarial.....	20
2.2 Fusión Empresarial.....	35
2.2.2 Definición de Fusión por Absorción.....	35
2.2.3 Fusión por absorción y gobernanza corporativa	37
CAPÍTULO 3:.....	38
3.1. Métodos de valoración de la empresa Empaques de Papel S.A.....	38

3.1.1.	Método de valoración por fondos propios	38
3.1.2.	Método de valoración ajustado	39
3.1.3.	Método de valoración por liquidación	40
3.1.4.	Método de valoración por reposición	42
3.1.5.	Métodos de valoración por dividendos – CAPM.....	43
3.1.6.	Método de valoración por dividendos – NORDEFELASE	45
3.1.7.	Método dinámico de flujo de caja descontado VRN - EQV	47
3.1.8.	Método de valoración por múltiplos.....	57
3.2.	Métodos de valoración de la empresa Cubiertos S.A.	58
3.2.1.	Método de valoración por fondos propios	58
3.2.2.	Método de valoración por valor ajustado	59
3.2.3.	Método de valoración por liquidación	60
3.2.4.	Método de valoración por reposición	62
3.2.5.	Método de valoración por dividendos CAPM.....	63
3.2.6.	Método de valoración por dividendos – NORDEFELASE	65
3.2.7.	Método dinámico de flujo de caja descontado VRN - EQV.....	67
3.2.8.	Método de valoración por múltiplos.....	77
CAPITULO 4.....		79

4.1. Fusión de Balance General	79
CAPITULO 5.....	85
5. Cultura organizacional	85
5.1. Misión	85
5.2. Visión.....	85
5.3. Organigrama Cubiertos S.A.....	85
5.4. Plan de comunicación	87
5.5. Gobierno corporativo	88
5.6. Sostenibilidad, innovación y producción responsable	90
6. Conclusiones y aplicaciones.....	92
6.1. Conclusiones generales.....	92
6.2. Conclusiones específicas	92
Bibliografía	95

LISTA DE TABLAS

Tabla 1. Método de valoración por fondos propios.	38
Tabla 2. Método de valoración ajustado	39
Tabla 3. Método de valoración por liquidación	41
Tabla 4. Método de valoración por reposición.....	42
Tabla 5. Beta desapalancada	43
Tabla 6. Modelo CAMP.....	44
Tabla 7. Análisis para el método NORDEFELASE	45
Tabla 8. Método NORDEFELASE.....	46
Tabla 9. Cálculo de Ke mediante método NORDEFELASE.....	47
Tabla 10. Valoración en base a dividendos.....	47
Tabla 11. Proyección a 4 años Balance General	48
Tabla 12. Proyección a 4 años Estado Pérdidas y Ganancias	51
Tabla 13. Proyeccion de EBITDA.....	53
Tabla 14. Promedio numero de clientes y ventas locales.....	54
Tabla 15. Cash Flow	55
Tabla 16. Cálculo WACC	55
Tabla 17. Método dinámico de flujo de caja descontado - VRN.....	56
Tabla 18. Cash Flow para cálculo de EQV	56
Tabla 19. Método dinámico de flujo de caja descontado - EQV	57
Tabla 20. Método de valoración por múltiplos	57

Nota sobre derechos de autor: Este trabajo y lo que a continuación se expone solo tiene una validez académica, quedando copia de éste en la biblioteca digital de UIDE y EIG. La distribución y uso de este trabajo por parte de alguno de sus autores con otros fines deberá ser informada a ambas Instituciones, a los directores del Máster y resto de autores, siendo responsable aquel que se atribuya dicha distribución.

Tabla 21. Resumen métodos de valoración.....	58
Tabla 22. Método de valoración por fondos propios	59
Tabla 23. Método de valoración ajustado	59
Tabla 24. Método de valoración por liquidación	61
Tabla 25. Método de valoración por reposición.....	62
Tabla 26. Beta desapalancada	63
Tabla 27. Modelo CAPM.....	64
Tabla 28. Análisis para el método NORDEFELASE	65
Tabla 29. Método NORDEFELASE.....	66
Tabla 30. Cálculo de K_e mediante método NORDEFELASE.....	67
Tabla 31. Valoración en base a dividendos.....	67
Tabla 32. Proyección a 4 año Balance General	68
Tabla 33. Proyección a 4 años Estado Pérdidas y Ganancias	71
Tabla 34. Proyección de EBITDA	73
Tabla 35. Promedio número de clientes y ventas locales.....	74
Tabla 36. Cash Flow	75
Tabla 37. Cálculo WACC	75
Tabla 38. Método dinámico de flujo de caja descontado - VR_n	76
Tabla 39. Cash Flow para cálculo de EQV	76
Tabla 40. Método dinámico de flujo de caja descontado – VR_n	77
Tabla 41. Método de valoración por múltiplos	77

Tabla 42. Resumen métodos de valoración.....	78
Tabla 43. Fusión Balance General	79
Tabla 44. Fusión Estado de Pérdidas y Ganancias.....	82
Tabla 45. Proyección de EBITDA	84
Tabla 46. Utilidad	84
Tabla 47. Plan de comunicación	88
Tabla 48. Implicaciones gobierno corporativo.....	88
Tabla 49. Distribución accionaria Empaques de papel S.A.	89
Tabla 50. Distribución accionaria Cubiertos S.A.....	89
Tabla 51. Distribución accionaria	90
Tabla 52. Plan de sostenibilidad, innovación y producción responsable.....	91
Tabla 53 Resumen métodos de valoración Cubiertos S.A.	93
Tabla 54. Resumen métodos de valoración Empaques de Papel S.A.	93

LISTA DE FIGURAS

Ilustración 1. Organigrama.....	86
---------------------------------	----

CAPÍTULO 1: INTRODUCCIÓN

1. Planteamiento del problema e importancia del estudio

1.1. Definición del proyecto

Empaques de Papel S.A., es una empresa en crecimiento constituida en el año 2020, su actividad es la producción de fundas de papel Kraft, materia prima importada desde México, concentrado en esta línea de negocio el 99% del total de su facturación, mientras que el porcentaje restante corresponde a la venta de desperdicio de papel Kraft que se obtiene en el proceso normal de producción. (SUPERINTENDENCIA DE COMPANIAS, 2025)

La organización es parte de un grupo económico el cual tiene como objetivo generar rentabilidad desarrollando economías de escala, así como el otorgamiento de facilidades financieras para el pago de las obligaciones entre compañías relacionadas. En consecuencia, las actividades de las Compañías y sus resultados dependen en forma importante de las vinculaciones y acuerdos existentes con el resto de las compañías.

Para generar valor en la empresa Empaques de Papel S.A. y que su cartera de clientes se amplíe se ve en la necesidad de fusionarse mediante absorción con la empresa Cubiertos S.A. la misma que fue constituida en el año 2015, su línea de negocio es producir y elaborar plásticos y sus derivados, polietileno y polipropileno, la elaboración de cubiertos, cucharas, cuchillos y todo lo relacionado con la elaboración de productos de caucho y plástico. (SUPERINTENDENCIA DE COMPANIAS, 2025)

Por temas de confidencialidad se ha decidido modificar los nombres reales de las empresas con las cuales se está llevando a cabo este proyecto.

1.2. Naturaleza o tipo de proyecto

Proyecto de fusión por absorción entre dos compañías relacionadas Cubiertos S.A. y Empaques de Papel S.A. con accionistas similares, pero distinta participación de capital.

1.3. Objetivos

1.3.1. Objetivo general

Fusionar dos empresas complementarias que en la actualidad operan de manera independiente para generar crecimiento en el mercado nacional optimizando su capacidad operativa, gastos administrativos, integrando el portafolio de clientes y mejorando la oferta de productos.

1.3.2. Objetivo específico

- Valorar Empaques S.A. y Cubiertos S.A. por distintos métodos para identificar su valor en el mercado.
- Establecer una proyección financiera que permita determinar el retorno de inversión al ejecutar la fusión entre las dos compañías.
- Desarrollar la gobernanza de Cubiertos S.A. una vez generada la absorción de Empaques de Papel SA., para establecer una cultura organizacional óptima.

1.4. Justificación e importancia del trabajo de investigación



La fusión por absorción permitirá a Cubiertos S.A. generar un crecimiento en el mercado nacional mejorando su oferta de productos, con el fin de aumentar su capacidad y así poder atender desde pequeñas empresas hasta grandes cadenas de alimentos y retail, con una oferta integral de empaques plásticos y de papel, generando sinergias comerciales, optimizando su capacidad operativa y gastos administrativos que fortalecen la competitividad.

CAPÍTULO 2: MARCO TEÓRICO

1.1 Valoración de empresas

La valoración de empresas es una herramienta fundamental para la toma de decisiones en un proceso de fusión y adquisición ya que permite a los accionistas, inversores y directivos conocer cuánto vale realmente una empresa y la capacidad que tiene para generar beneficios futuros. La valoración busca estimar el valor económico de una empresa mediante el análisis de flujos de caja esperados, el riesgo asociado a las actividades de la empresa y el costo de los recursos empleados. Esto hace que no solo se obtenga un valor contable, sino que da una visión del desempeño de la compañía (Jaramillo Betancurt, 2010).

La valoración se puede usar en diferentes contextos y para distintos fines: fusión y adquisición, reestructuración empresarial, planificación estratégica y procesos de inversión o desinversión, y para medir el valor económico. En el caso de Empaques de Papel S.A. el proceso de valoración da un valor de referencia que permita definir condiciones óptimas para una integración informada en la fusión por absorción con Cubiertos S.A.

1.1.2 Clasificación de métodos de valoración empresarial

Existen distintas metodologías para determinar el valor de una empresa, estos métodos se pueden clasificar en dos grandes grupos:

- Métodos estáticos
- Métodos dinámicos

La elección del método depende de cuál es el objetivo de la valoración, la disponibilidad de la información y el grado de madurez de la empresa.

Métodos estáticos o contables

Estos métodos se basan en información histórica de estados financieros de la empresa como el balance general. No consideran la capacidad futura de generación de utilidades, sino que determina el valor de la empresa en función de los recursos que posee actualmente.

Dentro de esta categoría se encuentran:

- Método de valoración de fondos propios
- Método de valor ajustado
- Método de valor por liquidación
- Método de valor por reposición

Este enfoque es útil en empresas con información contable confiable, pero sin flujos de efectivo previsible o en proceso de liquidación y fusiones donde se requiere conocer el valor patrimonial. No obstante, presenta limitaciones porque ignora el potencial de crecimiento o rentabilidades futura (Fernández, 2002).

Métodos dinámicos

Estos métodos consideran la capacidad futura de la empresa de generar beneficios y el valor temporal del dinero. Se basa en la proyección de flujos de caja esperados descontados a una tasa que refleja el riesgo de inversión.

Dentro de esta categoría podemos encontrar:

- Modelos de valoración basados en dividendos

- Métodos dinámicos basados en descuento de flujos de caja

A diferencia de los métodos estáticos, los enfoques dinámicos permiten estimar el valor intrínseco de una empresa y constituyen la base para evaluar decisión de inversión, políticas de capital y fusiones. Su correcta aplicación requiere de supuestos coherentes sobre crecimiento, riesgo, estructura de capital y rentabilidad exigida por los accionistas (Fernández, 2002).

Métodos de valoración de fondos propios

El método de valoración de fondos propios es uno de los enfoques estáticos más utilizados para estimar el valor de una empresa a partir de su estructura contable. Este método sostiene que el valor de la compañía corresponde directamente a la diferencia entre total de activos y el total de pasivos registrados en el balance general, es decir el patrimonio neto atribuible a los accionistas (Fernández, IESE Business School, 2008).

Este método es útil en empresas que:

- Registran sus activos y pasivos bajo marcos contables confiables.
- Forman parte de procesos de reestructuración interna o reorganizaciones patrimoniales.

Dentro de una fusión por absorción como en el caso entre Empaques de Papel S.A y Cubiertos S.A., el valor contable constituye un punto de partida importante para entender la contribución patrimonial de cada empresa antes de la integración.

Ventajas del método:

- Es sencillo de calcular y verificar.
- Se basa en información oficial y auditable.
- Permite observar la solidez patrimonial de la empresa.

- Es útil para negociar entre partes relacionadas o empresas de un mismo grupo.

Limitaciones:

No refleja el potencial de generación de flujos futuros. Algunos activos pueden estar infravalorados. No consideran activos intangibles relevantes como clientes, marca o know-how. Puede no representar el valor económico real en empresas jóvenes o con pérdida acumulada

Método del valor ajustado

El método de valor ajustado es una variante del valor contable que busca corregir las distorsiones a los estados financieros elaborados bajo normas contables. Su objetivo es estimar el valor patrimonial más cercano al valor económico, incorporando ajustes que reflejan el verdadero valor del mercado de los activos y pasivos de la empresa (Fernández, 2002).

Este método es útil cuando:

- Existen activos cuyo valor razonable difiere del valor en libros.
- Los pasivos no reflejan obligaciones contingentes o provisiones necesarias.
- Se están analizando un precio de fusión, compra o reestructuración.

Ventajas del método:

- Permite evidenciar activos ocultos o pasivos no registrados.

Limitaciones:

- Requiere pericias técnicas, tasaciones o criterios subjetivos.
- Su validez depende de la calidad de los ajustes aplicados.
- No incorpora la capacidad futura de generar flujos.

Método de valor de liquidación

El método de valor de liquidación es un enfoque estático que determina cuanto valdría una empresa si cesara sus operaciones de manera inmediata y procediera a vender todos sus activos para cancelar sus obligaciones (Fernández, 2002). Este método parte de la siguiente pregunta clave: ¿Cuál sería el valor que recibirían los accionistas si la empresa se liquidara hoy?

En este método se consideran tres elementos fundamentales:

- No se utilizan los valores contables, sino valores estimados de mercado en una situación de venta rápida o forzosa.
- Algunos pasivos pueden negociarse con descuentos, especialmente con proveedores o relacionadas. Otros, pueden incrementar su valor por penalidades o costos asociados.
- Costos relevantes en el cálculo del valor final o costos extraordinarios:
 - Indemnizaciones laborales.
 - Gastos legales.
 - Costos por desmantelamiento.
 - Honorarios profesionales.

Ventajas del método

- Proporciona un valor mínimo de referencia.
- Útil en empresas con riesgo de insolvencia.
- Relevante cuando se evalúan alternativas a la venta.
- Permite conocer la magnitud de los costos de salida del negocio.

Limitaciones

- No refleja la capacidad futura de generar beneficios.
- Los valores de realización son difíciles de estimar y dependen del contexto económico.
- Subestima el valor de activos intangibles como marca, relaciones comerciales o contratos vigentes.

Método de Valor de Reposición

El método de valor de reposición es un enfoque estático que estima cuánto costaría reconstruir o replicar una empresa desde cero bajo las mismas condiciones actuales de operación.

Este enfoque no se basa en los valores históricos de los activos que figuran en el balance, sino en los costos actuales necesarios para adquirir, instalar y poner en funcionamiento cada componente del negocio. Incluye tanto activos tangibles como las capacidades operativas que permiten que la empresa haya alcanzado su nivel actual de actividad. Este método es particularmente útil para el vendedor, ya que le permite conocer el coste máximo aproximado que un comprador estaría dispuesto a pagar antes de optar por crear una empresa nueva (Fernández, IESE Business School, 2008).

Ventajas del método

- Permite estimar un valor máximo de referencia para negociación.
- Es intuitivo y útil cuando se dispone de información sobre costos actuales del sector.
- No depende del desempeño histórico ni de resultados financieros pasados.

Limitaciones

- Puede sobreestimar el valor si no se considera que construir una empresa no garantiza obtener la misma posición competitiva.
- No incorpora riesgo ni capacidad de generación futura de flujos de efectivo.
- Dificultad en estimar activos intangibles y know-how operacional.
- Puede no reflejar barreras reales del mercado, como tiempos de aprendizaje o relaciones con proveedores.

Modelos de Valoración Basados en Dividendos

Los modelos de valoración por dividendos forman parte de los métodos dinámicos, ya que estiman el valor de una empresa en función de su capacidad futura para distribuir utilidades a los accionistas. Se basan en el principio fundamental de que el valor de una acción equivale al valor presente de todos los dividendos que la empresa pagará en el futuro (Fernández, 2002). Este enfoque asume que el objetivo de una empresa es generar rendimientos para sus propietarios mediante la distribución de utilidades, por lo que los dividendos representan un flujo de caja real y tangible.

Los modelos de dividendos son adecuados para valorar empresas con:

- Políticas estables de reparto de dividendos.
- Madurez empresarial y flujos predecibles.
- Baja incertidumbre sobre crecimiento.
- Reglas claras sobre el porcentaje de beneficios distribuidos.

No obstante, empresas jóvenes suelen presentar políticas irregulares de dividendos o incluso ausencia de distribución, lo que limita la aplicabilidad del modelo, aunque sigue siendo útil para estimar el valor teórico basado en una eventual política de pago.

Ventajas del modelo

- Es conceptualmente sólido y fácil de aplicar.
- Integra crecimiento a largo plazo y riesgo.

Limitaciones

- Pueden no funcionar bien si los dividendos no son regulares.

Modelo CAPM

El CAPM es uno de los modelos más utilizados en finanzas corporativas para estimar el costo del capital propio (K_e), una variable fundamental en los métodos dinámicos de valoración, especialmente en el descuento de flujos de caja. El CAPM establece una relación directa entre el rendimiento esperado por los accionistas y el riesgo sistemático de la empresa, medido por el coeficiente beta (β). El CAPM parte de la premisa de que los inversionistas requieren un rendimiento adicional por asumir riesgo, y este rendimiento incremental depende de la sensibilidad de la empresa frente a las variaciones del mercado. Por tanto, el modelo permite cuantificar el retorno mínimo que los accionistas esperan obtener para compensar el riesgo asumido (Damodaran A. , 2025)

Fundamento teórico

El CAPM se basa en tres supuestos fundamentales:

- Los inversionistas son aversos al riesgo
 - Buscan maximizar su utilidad y diversifican sus portafolios.

- Los mercados son eficientes
 - Los precios reflejan toda la información disponible.
- El riesgo relevante es el riesgo sistemático (no diversificable)
 - Este riesgo está asociado a factores macroeconómicos y se mide mediante la beta.

Ecuación del modelo

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Donde:

K_e = costo del capital propio o rentabilidad exigida por los accionistas

R_f = tasa libre de riesgo

β = beta, medida del riesgo sistemático de la empresa frente al mercado

R_m = rentabilidad esperada del mercado

$(R_m - R_f)$ = prima de riesgo del mercado

Interpretación de la Beta (β)

La beta representa la sensibilidad de la empresa ante los movimientos del mercado:

$\beta = 1$: riesgo igual al mercado.

$\beta > 1$: riesgo superior; mayor volatilidad.

$\beta < 1$: riesgo inferior al mercado.

$\beta < 0$: relación inversa con el mercado (casos excepcionales).

Para empresas no cotizadas, la beta se obtiene mediante:

- Beta sectorial.
- Desapalancamiento según su estructura de capital.

- Reapalancamiento con la deuda propia de la empresa.

Ventajas del CAPM

- Es el modelo estándar en valoración y finanzas corporativas.
- Utiliza variables observables: tasas de mercado, primas y betas sectoriales.
- Permite comparar empresas con estructuras de riesgo distintas.
- Es consistente con el enfoque del valor del dinero en el tiempo.

Limitaciones

- Supone mercados eficientes y racionales, lo cual no siempre ocurre.
- La beta puede variar según la fuente o el periodo de análisis.
- En empresas jóvenes o con alta deuda, la beta puede no reflejar con precisión el riesgo real.
- Depende de la disponibilidad de datos comparables (especialmente en mercados emergentes).

Método Noderfelase

El método Noderfelase es un modelo alternativo para estimar el costo del capital propio (K_e) en empresas no cotizadas, con información limitada o con características que dificultan la aplicación estricta del CAPM tradicional. Este método se basa en un análisis cualitativo–cuantitativo del riesgo empresarial y sectorial, permitiendo ajustar la beta en función de diversos factores internos y externos que afectan a la organización.

A diferencia del CAPM, el método Noderfelase considera la realidad específica de la empresa, analizando áreas clave que influyen en su nivel de riesgo operativo, financiero y

estratégico. Este método ofrece una aproximación más contextualizada del riesgo cuando se valora una empresa pequeña, joven o no cotizada, en las que el CAPM puede subestimar o sobreestimar el riesgo por falta de datos comparables.

Fundamento del método

El Noderfelase se estructura a partir de 11 factores de riesgo, cada uno con una ponderación y una calificación que va de 1 a 5 según el comportamiento de la empresa:

1. Negocio, sector y producto.
2. Apalancamiento operativo.
3. Directivos.
4. Exposición a riesgos.
5. Riesgo país.
6. Flujos/estabilidad.
7. Endeudamiento.
8. Liquidez.
9. Acceso a fondos.
10. Socios.
11. Estrategia.

Cada factor se evalúa según su intensidad de riesgo:

- 1 = Bajo
- 2 = Normal
- 3 = Notable

- 4 = Alto
- 5 = Muy Alto

Luego se multiplica la calificación por su ponderación para obtener el riesgo ponderado total, que se transforma en una beta ajustada.

Cálculo general del método:

1. Asignar ponderaciones a cada factor según su importancia.
2. Evaluar el riesgo (1–5) de cada factor.
3. Multiplicar $RiesgoPonderado = Ponderación \times Calificación$
4. Sumar todos los riesgos ponderados para obtener el riesgo total.
5. Dividir el riesgo total entre 2 para obtener la beta Noderfelase
6. Aplicar la fórmula del CAPM con la nueva beta: $K_e = R_f + \beta_{Nod}(R_m - R_f)$

La división entre 2 actúa como un ajuste empírico para normalizar la beta en rangos comparables a betas de mercado.

Ventajas del método

- Se adapta a empresas no cotizadas o pequeñas.
- No requiere betas sectoriales o información de mercado difícil de obtener.
- Tiene en cuenta factores internos reales como liquidez, apalancamiento, gestión y estabilidad.
- Permite evaluar el riesgo de manera más integral.
- Útil para valoraciones en mercados emergentes como Ecuador.

Limitaciones

- Requiere juicio subjetivo al calificar los factores.
- Depende de la experiencia del analista para asignar ponderaciones.
- Puede variar entre evaluadores distintos.

Métodos Dinámicos Basados en Flujos de Caja

Los métodos dinámicos de valoración se fundamentan en el principio de que el valor de una empresa depende de su capacidad futura para generar flujos de caja, ajustados por el riesgo asociado a dicha generación. A diferencia de los métodos estáticos estos modelos incorporan explícitamente: valor del dinero en el tiempo, proyección de ingresos, costos y márgenes, estructura de capital y el costo del financiamiento, crecimiento esperado del negocio, riesgo operativo y financiero.

Principio Fundamental:

El valor de la empresa se obtiene descontando al presente los flujos de caja futuros, utilizando una tasa que refleje el riesgo asumido por los inversionistas (Ke o WACC).

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \frac{VR_n}{(1+r)^n}$$

Donde:

FCF_t = de caja proyectado en el año t

r = tasa de descuento (Ke o WACC)

VR_n = valor residual a partir del año n

Fernández (2008) enfatiza que el valor económico de un negocio es la suma del valor presente de los flujos futuros más el valor terminal, que normalmente representa una parte importante del valor total, especialmente en empresas jóvenes con potencial de crecimiento.

Flujo de Caja del Accionista (Equity Cash Flow – ECF)

El ECF representa el flujo de caja disponible exclusivamente para los accionistas, después de cubrir:

- Gastos operativos.
- Impuestos
- Cambios en capital de trabajo.
- Pago de deuda (si existiera, excepto en préstamos sin interés, como en tu caso).
- Inversiones (CAPEX).

Es decir:

$$ECF = Utilidad Neta + Depreciaciones - Incremento en NOF - CAPEX - Amortizacion de Deuda$$

Este flujo se descuenta al K_e , ya que está dirigido únicamente a los propietarios.

Valor Residual (VR)

Como los flujos de los primeros años no representan la perpetuidad del negocio, se calcula un VR, que estima el valor del negocio a partir del último año proyectado.

El modelo utilizado es: $VR_n = \frac{ECF_n(1+g)}{K_e - g}$

Equity Value

Una vez obtenidos los flujos y el VR, el valor del patrimonio se calcula de la siguiente forma:

$$EQV = \sum_{t=1}^n \frac{ECF_t}{(1+K_e)^t} + \frac{VR_n}{(1+K_e)^n}$$

Ventajas del método ECF

- Refleja la capacidad real de generación de valor.
- Incorpora riesgo, crecimiento y estructura financiera.
- Es el método más aceptado internacionalmente.
- Permite analizar escenarios, sensibilidad e impacto de decisiones.

Limitaciones

- Requiere proyecciones confiables.
- Es sensible al K_e y al crecimiento “g”.
- Puede sobrestimar el valor si el VR es muy grande.
- Depende de supuestos operativos que pueden variar.

Comparación de métodos de valoración

La valoración de empresas requiere la utilización de distintas metodologías ya que cada una aporta una perspectiva diferente sobre el valor económico del negocio. Ningún método por sí solo ofrece una medida absoluta del valor. Es por esto por lo que Fernández (2002) destaca que el analista debe emplear múltiples enfoques y contrastar sus resultados para comprender la verdadera dimensión del valor empresarial dado que muchos errores pueden ser causados por no elegir bien el método de valoración o desconocer el objetivo de la valoración.

Los métodos aplicados en el proyecto pueden agruparse en dos enfoques principales: métodos estáticos y métodos dinámicos, cada uno con fortalezas y limitaciones propias. De forma general estos enfoques se pueden resumir como:

- Los métodos estáticos se basan en información contable o en costos de reposición, sin proyectar flujos futuros ni considerar el riesgo.
- Los métodos dinámicos consideran la proyección de flujos de caja futuros, el riesgo y el valor temporal del dinero.

1.2 Fusión Empresarial

La fusión empresarial es un proceso de reorganización societaria mediante el cual dos o más empresas integran sus patrimonios y operaciones con el objetivo de generar sinergias económicas, financieras y operativas. Este tipo de operaciones permite a las organizaciones fortalecer su posición competitiva, optimizar recursos y mejorar su capacidad de generación de valor en el largo plazo.

Desde una perspectiva financiera, la fusión constituye una estrategia de crecimiento externo que puede sustituir o complementar el crecimiento orgánico, especialmente en mercados competitivos o con limitaciones de escala. Según Mascareñas (2011), las fusiones buscan aumentar el valor de las empresas involucradas a través de economías de escala, reducción de costos, diversificación de riesgos y mejora en el acceso a financiamiento.

1.2.2 Definición de Fusión por Absorción

La fusión por absorción es una modalidad específica de fusión empresarial en la cual una empresa existente (empresa absorbente) incorpora el patrimonio total de otra u otras empresas (empresas absorbidas), las cuales se disuelven sin liquidarse. Como resultado de este proceso, la

empresa absorbente mantiene su personalidad jurídica, mientras que las empresas absorbidas dejan de existir legalmente.

En este tipo de fusión, todos los activos, pasivos, derechos y obligaciones de la empresa absorbida se transfieren a la empresa absorbente, quien asume la continuidad operativa y financiera del negocio. Este mecanismo es ampliamente utilizado cuando existe una relación previa entre las empresas, como vínculos accionarios, integración vertical u horizontal, o pertenencia a un mismo grupo económico (Mascareñas Perez-Iñigo, 2011).

Las principales características y objetivos de la fusión por absorción son:

- Existencia de una empresa absorbente que mantiene su estructura legal.
- Disolución de la empresa absorbida sin proceso de liquidación.
- Transferencia total del patrimonio de la empresa absorbida.
- Continuidad de las operaciones bajo una sola estructura administrativa y financiera.
- Integración de los accionistas de la empresa absorbida en la empresa absorbente, según la relación establecida.
- Incrementar la eficiencia operativa mediante economías de escala.
- Reducir costos administrativos y financieros al unificar procesos.
- Fortalecer la posición competitiva en el mercado.
- Integrar portafolios de clientes y líneas de productos complementarios.
- Optimizar la estructura de capital y mejorar el acceso a financiamiento.
- Incrementar el valor económico de la empresa resultante para los accionistas.

En el caso del trabajo de titulación se enfoca en una fusión entre empresas relacionadas. En este tipo de fusión ambas empresas suelen estar alineados con estrategias de largo plazo orientadas a la consolidación del grupo empresarial y a la maximización del valor conjunto. Estas características permiten que la fusión por absorción sea un mecanismo eficiente cuando se busca simplificar estructuras empresariales, reducir duplicidades y fortalecer la gobernanza corporativa.

Desde el punto de vista financiero, la fusión por absorción implica una reorganización integral de los estados financieros de ambas empresas. Esto incluye la consolidación de activos y pasivos y la reevaluación de la estructura patrimonial.

2.2.3 Fusión por absorción y gobernanza corporativa

La fusión por absorción no solo representa un proceso financiero, sino también un desafío en términos de gobernanza corporativa. La integración de estructuras directivas, políticas internas y sistemas de control requiere un diseño claro de roles, responsabilidades y mecanismos de supervisión.

Una gobernanza sólida posterior a la fusión es clave para garantizar la transparencia, la toma de decisiones eficiente y la alineación de intereses entre accionistas, directivos y demás partes interesadas. En este sentido, la gobernanza actúa como un elemento facilitador para la creación de valor sostenible en la empresa fusionada.

CAPÍTULO 3: VALORACIÓN DE EMPRESAS

3.1. Métodos de valoración de la empresa Empaques de Papel S.A.

Para este análisis se realizará la valoración mediante 8 métodos, mismos que serán detallados a continuación, con el objetivo de definir qué métodos serán utilizados para argumentar el proceso de fusión por absorción.

3.1.1. Método de valoración por fondos propios

Según el método la valoración por fondos propios el valor de Empaques de Papel S.A. es de USD 62.828,45 que corresponde a su patrimonio neto.

Tabla 1. Método de valoración por fondos propios.

Detalle cuenta contable	Valor en miles
Patrimonio neto	62.828,45
Patrimonio neto atribuible a los propietarios de la controladora	62.828,45
Capital	1.000,00
Capital suscrito o asignado	1.000,00
Aportes de socios o accionistas para futura capitalización	100.000,00
Otros resultados integrales	-1.305,42
Otros superavit por revaluación	-1.305,42
Resultados acumulados	-91.185,58
Ganancias acumuladas	28.987,59
(-) pérdidas acumuladas	-120.173,17
Resultados del ejercicio	54.319,45
Ganancia neta del periodo	54.319,45

Nota: Se muestra el análisis por método de valoración por fondos propios

El capital suscrito de la compañía es de USD 1.000,00, por tal motivo el valor de la acción es de USD 62,83, superior al costo por acción nominal de USD 1,00, multiplicándose en aproximadamente 62 veces al aporte inicial.

El patrimonio institucional es positivo principalmente por el rubro "Aportes para futuras capitalizaciones", valor que permite compensar pérdidas acumuladas históricas. Sin esa participación con el valor antes expuesto, el patrimonio sería negativo.

3.1.2. Método de valoración ajustado

Para la aplicación de este método se ha considerado los siguientes supuestos, tomando en cuenta rubros que impacten de manera importante y coherente en el nuevo valor del patrimonio:

- a) Ajuste en rubro de “construcción en curso” se cierra este valor por USD 18.144,47 e instalaciones por USD 10.594,40, considerando el posible término de contrato de arrendamiento y su consecuente pérdida de valor sobre inversiones en el correspondiente inmueble.
- b) Se reversa todo el impacto por contratos de arriendos, pues la empresa no cotiza en bolsa, por lo cual no debía reconocer activos y pasivos diferidos por derechos de uso en contratos de arrendamiento.

Según el método la valoración por valor ajustado no se determinan otros ajustes por lo que el valor de Empaques de Papel S.A. es de USD 42.598,6 que corresponde al nuevo patrimonio neto.

Tabla 2. Método de valoración ajustado

Detalle cuenta contable	Valor en miles		
	DEBE	HABER	SALDO
Construcciones en curso		18.144,17	
Instalaciones		10.594,4	
Activos por impuestos diferidos		1324	

(-) Depreciación acumulada de activos provenientes por derechos de uso	121.692,12	
Derecho de uso por activos arrendados		221.258,6
Pasivos por contratos de arrendamiento	46.454,11	
Pasivos por contratos de arrendamiento	62.945,09	
Patrimonio neto		42.598,6
(-) Pérdidas acumuladas	9.635,45	
Ganancia neta del periodo	10.594,4	

Nota: Se muestra el análisis por método de valoración ajustado.

3.1.3. Método de valoración por liquidación

Para el análisis de este método se considera los siguientes supuestos:

- Venta de materia prima, se asume una pérdida del 15%, debido a que Empaques de Papel S.A. no es un proveedor directo de materias primas por lo que debe considerar un valor de descuento para poder comercializar su inventario en el mercado.
- Construcción en curso, pérdida, ya que al liquidar la misma quedaría en desuso.
- Maquinaria, pérdida del 50%, ya que los moldes son exclusivos.
- Activos por impuestos diferidos, pérdida, al dar por terminado en contrato de arrendamiento sería imposible su recuperación.
- El pago de las deudas con relacionadas y proveedores locales se estimada llegar a un acuerdo del pago correspondiente al 85% de la deuda.
- Liquidación de 17 empleados con un sueldo promedio de USD 650,00, antigüedad de 4 años y provisión de beneficios sociales aproximado de USD 65.917,50 después de negociación se espera alcanzar los USD 50.000.
- Venta de vehículos, ganancia de un 40%. Se estima este porcentaje ya que el valor es contable y no corresponde al valor real de mercado.

h) Costos legales USD 8.000 y costos de desmantelamiento USD 20.000.

Según el método la valoración por liquidación, los accionistas de Empaques de Papel S.A se verían obligados aportar el valor de USD 299.296,48 para concluir el proceso de desmantelamiento y liquidación de la compañía.

Tabla 3. Método de valoración por liquidación

Detalle cuenta contable	Valor en miles
Activo	1.050.604,38
Caja	1.500,00
Instituciones financieras privadas	96.469,04
Cuentas y documentos para cobrar a clientes	225.035,52
Otras cuentas por cobrar no relacionadas	5.687,17
Provisión por cuentas incobrables y deterioro	-5.823,69
Inventarios de materia prima	352.992,18
Inventarios de prod. Term. Y mercad. En almacén	97.732,81
Seguros pagados por anticipado	3.961,67
Crédito tributario a favor de la empresa (IVA)	95.676,70
Anticipo de impuesto a la renta	11.704,18
Maquinaria y equipo	322.300,19
Equipo de computación	4.396,66
Vehículos, equipos de transporte y equipo caminero móvil	9.800,00
(-) Depreciación acumulada propiedades, planta y equipo	-170.828,05
Pasivo	1.271.900,86
Proveedores locales	40.262,13
Otras	204.192,94
Proveedores del exterior	293.792,75
Con la administración tributaria	60,60
Con el iess	3.509,23
Por beneficios de ley a empleados	4.268,21
Préstamos de compañías relacionadas	725.815,00
liquidación de empleados	50.000,00
Costos legales/ adicionales	8.000,00
Costos de desmantelamiento	20.000,00
Valor de liquidación	-299.296,4815

Nota: Se muestra el análisis por método de valoración por liquidación.

3.1.4. Método de valoración por reposición

Para el análisis de este método se consideró los siguientes supuestos:

- a) Valor de apertura de inventario de materia prima será del 60% del último año.
- b) Valor de maquinaria e instalaciones, incremento del 10% considerando un incremento del 2% anual.
- c) Adquisición de vehículo por USD 14.000,00.
- d) Gastos de venta proyectados del 2% de los ingresos para un manejo semestral.
- e) Gastos administrativos proyectados del 5,5% de los ingresos para un manejo semestral.
- f) Costo de instalación del 7% de la maquinaria.
- g) Costo de capacitación operativa por USD 20.000,00
- h) Costos de constitución y legales por USD 5.000,00.

Según el método la valoración por reposición el valor para crear una nueva empresa similar a Empaques de Papel S.A. es de USD 1.162.650,48 tomando en cuenta activos y creación de valor.

Tabla 4. Método de valoración por reposición

Detalle cuenta contable	Valor en miles
Inventarios de materia prima	249.170,95
Seguros pagados por anticipado	3.961,67
Instalaciones	11.653,84
Maquinaria y equipo	709.060,41
Equipo de computación	4.836,33
Vehículos, equipos de transporte y equipo caminero móvil	14.000,00
Gastos administrativos	69.910,91
Gastos de venta	25.422,15
Costos instalación	49.634,23
Costos de capacitación operativa	20.000,00
Costos de constitución y otros legales	5.000,00

Valor de reposición	1.162.650,48
----------------------------	---------------------

Nota: Se muestra el análisis por método de valoración por reposición.

3.1.5. Métodos de valoración por dividendos – CAPM

Este modelo se desarrolló en función de datos obtenidos de Damodaran y del Ministerio de Economía y de Finanzas de Ecuador. Dichos datos obtenidos son los siguientes:

- Rf: tasa libre de riesgo = 0,07875 que es la tasa de interés que se paga por bonos e inversiones entre 5 a 10 años. (Ministerio de Economía y Finanzas, 2025).
- Be: beta apalancada= 0,92064, el dato fue obtenido de mercados emergentes del sector de Paper/ Forest Products. (Damodaran, 2025)
- E(Rm): rentabilidad del mercado = 0,0803, dicho dato se obtuvo de (Damodaran, 2025).

Tabla 5. Beta desapalancada

$$\beta_u = \beta_E * \frac{V_e}{V_e + V_d * (1 - t)}$$

Variable	Detalle	Valor
Bu	beta desapalancada	0,0094
Be	beta apalancada	0,921
Ve	Valor equity (fondos propios)	11.828,45
Vd	Valor de la deuda	1.522.711,84
t	tipo de impuesto renta	0,25

Nota: Se muestra el cálculo de la beta desapalancada

Luego de encontrar la beta desapalancada y reapalancada se calculará el Ke que corresponde a la rentabilidad exigida a las acciones mediante la siguiente formula:

$$K_e = R_f + \text{Beta} * (E(R_m) - R_f)$$

Tabla 6. Modelo CAMP

Variable	Detalle	Valor
Rf	tasa sin riesgo	0,07875
Beta	riesgo de mercado de la empresa	0,92064
E(Rm)	rentabilidad del mercado	0,0803
Ke	Rentabilidad exigida a las acciones	8%

Nota: Se muestra el cálculo de Ke.

3.1.6. Método de valoración por dividendos – NORDEFELASE

Este método se pondera según el impacto que tiene la empresa en los diferentes factores, a continuación, el detalle:

Tabla 7. Análisis para el método NORDEFELASE

Factor	Detalle
Negocio, Sector, Producto (N)	El sector acepta los empaques de papel pues los mismos generan menor impacto ambiental, además de ello son reciclables y van de la mano con la oferta y demanda.
Apalancamiento operativo (O)	Los activos están apalancados con un alto nivel de deuda.
Directivos (D)	Los directivos están alineados a los objetivos de los socios, por tal motivo no existe conflictos de agencia
Exposición a riesgos (E)	Los precios de las importaciones de la materia prima son estables.
Riesgo País (R)	El riesgo país de Ecuador es inestable, pues depende de factores como gobierno, seguridad, entre otros.
Flujos/Estabilidad (F)	Al pertenecer a un grupo, los clientes son fijos y existe la demanda para desarrollar estrategias operativas.
Endeudamiento (E)	La compañía no necesita de mayor apalancamiento al instrumentar el proceso de fusión.
Liquidez (L)	La empresa al proyectar su crecimiento necesitará de mayor liquidez para poder cumplir con sus NOF.
Acceso a fondos (A)	Al ser parte de un grupo económico, le facilita acceder a nuevas fuentes de financiamiento.
Socios (S)	La empresa es parte de un grupo empresarial, por tal motivo los mismos están respaldados con el resto de las empresas.
Estrategia (E)	Por ser una empresa en crecimiento, necesita realizar varios tipos de estudio que le permitan establecer planificaciones estratégicas con el objetivo de maximizar la rentabilidad de la organización y reducir la exposición a riesgos.

Nota: Se detalla el análisis realizado para la toma de decisión en cada factor que conforma este método.

Tabla 8. Método NORDEFELASE

RIESGO							
Ponderación	Factor	Bajo 1	Normal 2	Notable 3	Alto 4	Muy alto 5	Riesgo Ponderado
15%	Negocio, Sector, Producto (N)	0	0	3	0	0	0,45
20%	Apalancamiento operativo (O)	0	0	0	4	0	0,8
5%	Directivos (D)	1	0	0	0	0	0,05
5%	Exposición a riesgos (E)	0	2	0	0	0	0,1
10%	Riesgo País (R)	0	0	0	4	0	0,4
5%	Flujos/Estabilidad (F)	1	0	0	0	0	0,05
5%	Endeudamiento (E)	0	2	0	0	0	0,1
15%	Liquidez (L)	0	0	0	4	0	0,6
3%	Acceso a fondos (A)	0	2	0	0	0	0,06
5%	Socios (S)	1	0	0	0	0	0,05
12%	Estrategia (E)	0	0	0	0	5	0,6
100%	TOTAL						3,26
Beta de los recursos propios		3,26	x	0,5		1,63	

Nota: Se muestra la ponderación del riesgo por cada factor y se calcula la beta por NORDEFELASE

Tabla 9. Cálculo de Ke mediante método NORDEFELASE

$$K_e = R_f + \text{Beta} * (E(R_m) - R_f)$$

Variable	Detalle	Valor
Ke	Rentabilidad exigida a las acciones	8,13 %
Rf	Tasa sin riesgo	0,0787
Beta	Riesgo de mercado de la empresa	1,63
E(Rm)	Rentabilidad del mercado	0,0803

Nota: Se muestra el cálculo de Ke.

Empaques de Papel S.A genero su primera utilidad en el ejercicio fiscal 2024 con un valor de USD 54.319,45 por tal motivo el cálculo de sus dividendos sería el siguiente:

Tabla 10. Valoración en base a dividendos

Inversor	Valor
Ke por CAMP	677.332,73
Ke por NODERFELASE	668.051,02
Dividendos pagados	54.319,45

Nota: Esta tabla muestra el cálculo de la valoración de los dividendos exigidos por los accionistas.

3.1.7. Método dinámico de flujo de caja descontado VRN - EQV

Según el método dinámico de flujo de caja descontado el VRN de Empaques de Papel S.A. es de USD 2.721.946,69 y el EQV es de USD 2.533.901,70.

Para la elaboración de este análisis se han realizado proyecciones a 4 años de Balance general y Estado de pérdidas y ganancias, considerando supuestos realistas que nos permitirán calcular la valoración por métodos dinámicos de flujo de caja descontado.

Tabla 11. Proyección a 4 años Balance General

Detalle	Año 2024	Año 2025	Año 2026	Año 2027	Año 2028
Activo	1.585.540,29	1.300.504,98	1.388.984,32	1.336.644,20	1.429.969,77
Activo corriente	956.124,59	681.168,13	849.726,32	876.065,01	1.048.069,39
Efectivo y equivalentes de efectivo	97.969,04	141.632,57	142.239,95	142.859,48	143.491,41
Caja	1.500,00	1.500,00	1.500,00	1.500,00	1.500,00
Instituciones financieras privadas	96.469,04	140.132,57	140.739,95	141.359,48	141.991,41
Activos financieros	224.899,00	13.659,90	181.610,70	207.329,86	378.702,31
Cuentas y documentos a cobrar a clientes	225.035,52	19.483,59	187.434,39	213.153,55	384.526,00
Otras cuentas por cobrar no relacionadas	5.687,17	-	-	-	-
Provisión por cuentas incobrables y deterioro	(5.823,69)	(5.823,69)	(5.823,69)	(5.823,69)	(5.823,69)
Inventarios	521.914,00	521.914,00	521.914,00	521.914,00	521.914,00
Inventarios de materia prima	415.284,92	415.284,92	415.284,92	415.284,92	415.284,92
Inventarios de productos en proceso	8.896,27	8.896,27	8.896,27	8.896,27	8.896,27
Inventarios de prod. Term.	97.732,81	97.732,81	97.732,81	97.732,81	97.732,81
Servicios y otros pagos anticipados	3.961,67	3.961,67	3.961,67	3.961,67	3.961,67
Seguros pagados por anticipado	3.961,67	3.961,67	3.961,67	3.961,67	3.961,67
Activos por impuestos corrientes	107.380,88	-	-	-	-
Crédito tributario a favor de la empresa (iva)	95.676,70	-	-	-	-
Anticipo de impuesto a la renta	11.704,18	-	-	-	-
Activos no corrientes	629.415,70	619.336,85	539.258,00	460.579,19	381.900,38
Propiedad, planta y equipo	513.907,55	569.907,55	555.907,55	541.907,55	527.907,55
Construcciones en curso	18.144,17	18.144,17	18.144,17	18.144,17	18.144,17

Instalaciones	10.594,40	10.594,40	10.594,40	10.594,40	10.594,40
Maquinaria y equipo	644.600,37	644.600,37	644.600,37	644.600,37	644.600,37
Equipo de computación	4.396,66	4.396,66	4.396,66	4.396,66	4.396,66
Vehículos, equipos de transporte y equipo caminero móvil	7.000,00	77.000,00	77.000,00	77.000,00	77.000,00
(-) Depreciación acumulada propiedades, planta y equipo	(170.828,05)	(184.828,05)	(198.828,05)	(212.828,05)	(226.828,05)
Activos por impuestos diferidos	15.941,67	15.941,67	15.941,67	15.941,67	15.941,67
Derecho de uso por activos arrendados	99.566,48	33.487,63	(32.591,22)	(97.270,03)	(161.948,84)
(-) Depreciación acumulada de activos provenientes por derechos de uso	(121.692,12)	(187.770,97)	(253.849,82)	(318.528,63)	(383.207,44)
Derecho de uso por activos arrendados	221.258,60	221.258,60	221.258,60	221.258,60	221.258,60
Pasivo	1.522.711,84	1.192.217,20	1.222.007,61	1.078.279,47	1.060.934,22
Pasivo corriente	1.453.545,05	1.123.050,41	1.152.840,82	1.009.112,68	991.767,43
Pasivos por contratos de arrendamiento	46.454,11	46.454,11	46.454,11	46.454,11	46.454,11
Cuentas y documentos por pagar	545.352,90	217.276,31	57.297,55	31.530,72	36.469,35
Locales	251.560,15	158.517,76	10.290,71	22.129,35	34.589,07
Proveedores locales	47.367,21	159.089,01	(0,00)	0,00	(0,00)
Otras	204.192,94	(571,25)	10.290,71	22.129,35	34.589,08
Del exterior	293.792,75	58.758,55	47.006,84	9.401,37	1.880,27
Proveedores del exterior	293.792,75	58.758,55	47.006,84	9.401,37	1.880,27
Otras obligaciones corrientes	7.838,04	5.420,00	195.189,16	77.227,85	54.943,97
Con la administración tributaria	60,60	10.672,61	35.304,50	46.659,97	42.704,81
Con el iess	3.509,23	-	-	-	-
Por beneficios de ley a empleados	4.268,21	(5.252,61)	159.884,66	30.567,88	12.239,16
Cuentas por pagar a relacionadas	853.900,00	853.900,00	853.900,00	853.900,00	853.900,00

Locales	853.900,00	853.900,00	853.900,00	853.900,00	853.900,00
Préstamos de compañías relacionadas	853.900,00	853.900,00	853.900,00	853.900,00	853.900,00
Pasivo no corriente	69.166,79	69.166,79	69.166,79	69.166,79	69.166,79
Pasivos por contratos de arrendamiento	62.945,09	62.945,09	62.945,09	62.945,09	62.945,09
Provisiones por beneficios a empleados	6.221,70	6.221,70	6.221,70	6.221,70	6.221,70
Jubilación patronal	1.797,44	1.797,44	1.797,44	1.797,44	1.797,44
Otros beneficios no corrientes para los empleados	4.424,26	4.424,26	4.424,26	4.424,26	4.424,26
Patrimonio neto	62.828,45	108.287,78	166.976,72	258.364,73	369.035,55
Patrimonio neto atribuible a los propietarios	62.828,45	108.287,78	166.976,72	258.364,73	369.035,55
Capital	1.000,00	1.000,00	1.000,00	1.000,00	1.000,00
Capital suscrito o asignado	1.000,00	1.000,00	1.000,00	1.000,00	1.000,00
Aportes de socios o accionistas para futura capitalización	100.000,00	100.000,00	100.000,00	100.000,00	100.000,00
Otros resultados integrales	(1.305,42)	(1.305,42)	(1.305,42)	(1.305,42)	(1.305,42)
Otros superavit por revaluación	(1.305,42)	(1.305,42)	(1.305,42)	(1.305,42)	(1.305,42)
Resultados acumulados	(91.185,58)	(36.866,13)	8.593,20	67.282,14	158.670,15
Ganancias acumuladas	28.987,59	83.307,04	128.766,37	187.455,31	278.843,32
(-) Pérdidas acumuladas	(120.173,17)	(120.173,17)	(120.173,17)	(120.173,17)	(120.173,17)
Resultados del ejercicio	54.319,45	45.459,33	58.688,94	91.388,02	110.670,82
Ganancia neta del periodo	54.319,45	45.459,33	58.688,94	91.388,02	110.670,82

Nota: Se muestra proyección de Balance General con base en el año 2024.

Para la proyección del Balance general se consideró que los activos corrientes reflejan el crecimiento esperado de las ventas y la política de cobranza. El inventario mantiene un nivel alto debido a la estrategia de stock preventivo, mientras que la cuenta de efectivo recoge los resultados derivados del flujo de caja proyectado. En cuanto a los pasivos, la empresa mantiene una estructura conservadora de financiamiento, sin nuevas obligaciones significativas, ya que la deuda existente corresponde a partes relacionadas. El patrimonio neto crece conforme a las utilidades retenidas de los ejercicios proyectados.

No se contempla adquisición de maquinaria y equipos debido a que es nueva, por ende, no se proyecta una variación representativa en la depreciación anual.

Tabla 12. Proyección a 4 años Estado Pérdidas y Ganancias

Detalle	Año 2024	Año 2025	Año 2026	Año 2027	Año 2028
Ingresos de actividades ordinarias	1.271.107,46	1.347.307,39	1.448.262,16	1.578.484,65	1.661.297,74
Venta de bienes locales	704.602,22	746.878,35	802.894,23	875.154,71	921.100,33
Venta de bienes exportados	564.842,34	598.732,88	643.637,85	701.565,25	738.397,43
Prestación de servicios	1.079,10	1.100,68	1.122,70	1.145,15	1.168,05
Ingresos financieros	583,80	595,48	607,39	619,53	631,92
Ganancia bruta	323.290,69	358.106,25	397.027,17	446.434,52	481.555,89

Costo de ventas y producción	947.816,77	989.201,14	1.051.234,99	1.132.050,13	1.179.741,85
Materiales utilizados o productos vendidos	552.443,76	579.342,18	622.752,73	678.748,40	714.358,03
(+) Mano de obra directa	177.810,29	188.623,03	202.756,70	220.987,85	232.581,68
(+) Otros costos indirectos de fabricación	217.562,72	221.235,93	225.725,56	232.313,88	232.802,14
Depreciación propiedades, planta y equipo	64.678,81	64.678,81	64.678,81	64.678,81	64.678,81
Mantenimiento y reparaciones	4.882,52	14.012,00	15.061,93	16.416,24	17.277,50
Suministros materiales y repuestos	16.387,17	14.550,92	15.641,23	17.047,63	17.942,02
Otros costos de producción	131.614,22	127.994,20	130.343,59	134.171,19	132.903,82
Gastos	259.345,37	286.797,50	304.966,09	303.080,77	307.954,61
Gastos de venta	11.948,12	33.682,68	36.206,55	39.462,12	41.532,44
Gastos administrativos	237.842,13	243.010,01	257.897,57	251.780,01	253.962,43
Beneficios sociales e indemnizaciones	3.502,62	4.028,01	4.229,41	4.229,41	4.229,41
Honorarios, comisiones y dietas a personas naturales	31.890,23	33.682,68	36.206,55	39.462,12	41.532,44
Mantenimiento y reparaciones	15.366,74	13.830,07	12.447,06	11.202,35	10.082,12
Transporte	3.391,50	3.098,81	3.331,00	3.630,51	3.820,98
Gastos de gestión (agasajos a accionistas, trabajadores y clientes)	2.616,81	3.368,27	3.620,66	3.946,21	4.153,24
Agua, energía, luz, y telecomunicaciones	655,91	688,71	695,59	702,55	709,57
Impuestos, contribuciones y otros	1.514,12	4.715,58	5.068,92	5.524,70	5.814,54
Depreciaciones	1.400,04	15.400,04	15.400,04	14.000,00	14.000,00
Propiedades, planta y equipo	1.400,04	15.400,04	15.400,04	14.000,00	14.000,00
Suministros y materiales	35,00	500,00	500,00	500,00	500,00

Otros gastos	177.469,16	163.697,85	176.398,33	168.582,16	169.120,11
Gastos financieros	9.555,12	10.104,81	10.861,97	11.838,63	12.459,73
Ganancia (pérdida) antes de 15% a trabajadores e impuesto a la renta de operaciones continuadas	63.945,32	71.308,75	92.061,08	143.353,75	173.601,28
15% participación trabajadores	9.591,80	10.696,31	13.809,16	21.503,06	26.040,19
Ganancia (pérdida) antes de impuestos	54.353,52	60.612,44	78.251,92	121.850,69	147.561,09
Impuesto a la renta causado	34,07	15.153,11	19.562,98	30.462,67	36.890,27
Ganancia (pérdida) de operaciones continuadas antes del impuesto diferido	54.319,45	45.459,33	58.688,94	91.388,02	110.670,82

Nota: Se muestra la proyección del Estado de Pérdidas y Ganancias en base al año 2024

Tabla 13. Proyeccion de EBITDA

DETALLE	VALOR				
EBIT	64.838,96	74.837,34	93.575,42	138.594,49	165.203,44
EBITDA	130.917,81	154.916,19	173.654,27	217.273,30	243.882,25
% EBITDA	10,30%	11,50%	11,99%	13,76%	14,68%

Nota: Proyeccion de EBITDA.

Para la proyección del Estado de Pérdidas y Ganancias se consideró un crecimiento en las ventas del 6% para el año 2025, el 7,5% año 2026, 9% año 2027 y al año 2028 empezamos a tener estabilidad de ingresos con un crecimiento del 5,25%. Dichas proyecciones se basan en el plan de expansión de clientes, diversificación de productos y consolidación de alianzas estratégicas.

Consideramos que nuestras proyecciones son conservadoras, pues la empresa es joven y del 2022 al 2024 ha tenido un promedio de crecimiento de clientes del 120% y de ventas del 113%, por dicho motivo nuestra proyección considera como bases más confiables los datos del periodo 2024.

Tabla 14. Promedio numero de clientes y ventas locales

Descripción	2022	2023	2024	Promedio
Clientes	5	15	21	13,67
Totales	338.994,77	964.703,83	1.356.892,10	886.863,57
Variación en clientes		200%	40%	120%
Variación en ventas		185%	41%	113%

Nota: Cálculo del promedio de número de clientes y ventas locales

En los costos de producción se estima una reducción del 1,15% promedio anual, debido a la optimización en el proceso productivo al reducir mermas y errores operativos. Los gastos de venta se incrementan al 2,5% anual, dicho porcentaje se debe a la ejecución del plan estratégico de ventas y marketing. De igual manera se considera un aumento en todos los rubros de gastos administrativos por el aumento de transaccionalidad que genera la proyección de ventas.

Como punto de partida luego de las proyecciones realizadas se identificó el Cash Flow, mismo que será la base para el cálculo de este método:

Tabla 15. Cash Flow

Cálculo de los Cash Flow en miles	2024	2025	2026	2027	2028
Resultado ejercicio	54.319,45	45.459,33	58.688,94	91.388,02	110.670,82
Depreciación propiedades, planta y equipo	64.678,81	64.678,81	64.678,81	64.678,81	64.678,81
Depreciaciones	1.400,04	15.400,04	15.400,04	14.000,00	14.000,00
(-) Ingresos financieros	-583,80	-595,48	-607,39	-619,53	-631,92
Gastos financieros	9.555,12	10.104,81	10.861,97	11.838,63	12.459,73
Flujo de efectivo bruto	129.369,62	135.047,51	149.022,37	181.285,93	201.177,43
(-) Aumento de activos fijos de reposición	-	-70.000,00	-	-	-
Cash Flow	129.369,62	65.047,51	149.022,37	181.285,93	201.177,43

Nota: La tabla muestra el cálculo del Cash Flow.

Para calcular el VRN previamente hay que calcular el WACC, mediante la siguiente formula:

$$WACC = k_d * (1 - t) * \left(\frac{D}{V}\right) + k_e * \left(\frac{E}{V}\right)$$

Tabla 16. Cálculo WACC

Detalle	Valor
E	62.828,45
D	1.522.711,84
V (E+D)	1.585.540,29
Ke	8,02%
Kd	9,82%
Tc	25%
WACC	7,39%

Nota: Se muestra el cálculo del WACC.

Una vez obtenido el WACC, que es indispensable para el cálculo del Ke, procedemos aplicar la siguiente fórmula para encontrar el VRN.

$$VR_n = \frac{(ECF_n(1 + g))}{(Ke - g)}$$

Tabla 17. Método dinámico de flujo de caja descontado - VRN

Detalle	Valor
ECFn	201.177,43
g	0,00%
Ke	7,39%
VRN	2.72.194,69

Nota: Se muestra el cálculo del VRN, debido a que los flujos no son estables se ha decidió mantener una g del 0% para ser conservadores y realistas.

Para el cálculo mediante este método utilizaremos el VRN previamente calculado ya que se sumará a la proyección de 2028 lo que arrojará un nuevo Cash Flow:

Tabla 18. Cash Flow para cálculo de EQV

	AÑO 2025	AÑO 2026	AÑO 2027	AÑO 2028
ECF	65.047,51	149.022,37	181.285,93	2.923.124,13
Tasa de crecimiento		129,10%	21,65%	1512,44%

Nota: Se muestra el nuevo Cash Flow.

Con la información encontrada se procede a utilizar la siguiente fórmula para el cálculo por el método dinámico de flujo de caja descontado - EQV:

$$EQV = ECF1/(1 + Ke) + ECF2/((1 + Ke)^2) + ECF3/((1 + Ke)^3) + \dots + ECFn/((1 + Ke)^n) + \dots$$

Tabla 19. Método dinámico de flujo de caja descontado - EQV

Calculo EQV				
EQV	65047,5079 (1+8,01%)	149022,3688 (1+7,39%)^2	181285,9291 (1+7,39%)^3	2923124,132 (1+7,39%)^4
EQV	60.570,75	129.215,96	146.373,06	2.197.741,91
EQV	2.533.901,704			

Nota: Muestra del cálculo EQV.

3.1.8. Método de valoración por múltiplos.

Según el método la valoración por múltiplos se ha tomado de Emerging Markets Information Service (EMIS, 2025), el valor de EV/Ebitda por 10,52 correspondiente a pulpa y papel el cual da un resultado en Empaques de Papel S.A. de EV/Múltiplos de Ebitda de USD 414.322,75.

Tabla 20. Método de valoración por múltiplos

Detalle	Valor en miles
EV/Ebitda	10,52
Promedio Ebitda proyectado	184.128,76
EV	1.937.034,59
Deuda	1.522.711,84
EV/ Múltiplos de Ebitda	414.322,75

Nota: Se muestra el cálculo de EV/Múltiplos de Ebitda.

A continuación, se detalla un resumen de los resultados obtenidos en cada uno de los métodos desarrollados, mismos que permiten tomar una decisión de cuáles serán los aplicables a este proyecto de Fusión.

Tabla 21. Resumen métodos de valoración.

MÉTODO	VALOR
Fondos propios	62.828,45
Valor ajustado	42.598,6
Valoración por liquidación	-299.296,4815
Valoración por reposición	1.162.650,48
Valoración por dividendos - CAMP	677.332,73
Valoración por dividendos - NODERFELASE	668.051,02
Flujo de caja descontado	2.72.194,69
Valoración por múltiplo	414.322,75

Nota: Resumen métodos de valoración

Después de realizar la valoración de Empaques de Papel S.A. por todos los métodos se determinó la capacidad de la compañía para generar flujos positivos futuros y márgenes de rentabilidad óptimos. Sin embargo, para efectos de nuestro proyecto en el proceso de fusión por absorción determinamos que se aplicará saldos iniciales basados en la valoración contable, ya que dicho proceso se realiza entre compañías relacionadas con similar composición accionaria, donde no es recomendable generar un fondo de comercio al no corresponder a una fusión por adquisición.

3.2. Métodos de valoración de la empresa Cubiertos S.A.

Para este análisis se realizará la valoración mediante 8 métodos, mismos que serán detallados a continuación, con el objetivo de definir qué métodos serán utilizados para argumentar el proceso de fusión por absorción.

3.2.1. Método de valoración por fondos propios

Según el método la valoración por fondos propios el valor de Cubiertos S.A. es de USD 1.673.377,33 que corresponde a su patrimonio neto.

Tabla 22. Método de valoración por fondos propios

Detalle cuenta contable	Valor en miles
Patrimonio neto	1.673.377,33
Patrimonio neto atribuible a los propietarios de la controladora	1.673.377,33
Capital	650.000,00
Capital suscrito o asignado	650.000,00
Reservas	29.557,13
Otros resultados integrales	33.515,55
Otros superavit por revaluación	33.515,55
Resultados acumulados	939.672,71
Ganancias acumuladas	939.672,71
(-) Pérdidas acumuladas	-
Resultados del ejercicio	20.631,94
Ganancia neta del periodo	20.631,94

Nota: Se muestra el análisis por método de valoración por fondos propios.

3.2.2. Método de valoración por valor ajustado

Para la aplicación de este método se ha considerado los siguientes supuestos, analizando rubros que impacten de manera importante y coherente en el nuevo valor del patrimonio:

En la revisión detallada de la pertinencia de saldos contables se estableció que existe una alta probabilidad de incobrables del 30% del rubro de otras cuentas por cobrar, ya que representan cuentas con una antigüedad superior a dos años y se considera baja posibilidad de éxito al iniciar un proceso judicial.

Tabla 23. Método de valoración ajustado

Detalle cuenta contable	Valor en miles		
	DEBE	HABER	SALDO
Otros activos corrientes		237.353,004	
Patrimonio neto			1.436.024,33

Nota sobre derechos de autor: Este trabajo y lo que a continuación se expone solo tiene una validez académica, quedando copia de éste en la biblioteca digital de UIDE y EIG. La distribución y uso de este trabajo por parte de alguno de sus autores con otros fines deberá ser informada a ambas Instituciones, a los directores del Máster y resto de autores, siendo responsable aquel que se atribuya dicha distribución.

Ganancias acumuladas	237.353,004
----------------------	-------------

Nota: Se muestra el análisis por método de valoración ajustado.

3.2.3. Método de valoración por liquidación

Según el método el valor que le costaría liquidar a Cubiertos S.A. es de USD 2.062.339,71

Para el análisis de este método se considera los siguientes supuestos:

- Venta de materia prima se asume una pérdida del 5%, dicho porcentaje se estima con la finalidad de establecer un precio de venta que sea atractivo en el mercado.
- Venta de productos terminados, se estima una pérdida del 10%, al liquidar se debe establecer promociones que permitan que la gama de productos rote de manera acelerada.
- Otros activos corrientes, en esta cuenta detalla una maquinaria inactiva, pues faltan piezas para su operación se estima una pérdida del 30%.
- Maquinaria y otras propiedades planta y equipo, al ser maquinaria ya utilizada y por la urgencia de liquidación se negociaría con partes interesadas la venta de estas asumiendo la pérdida del 10%.
- Activos por impuestos diferidos, pérdida, al dar por terminado en contrato de arrendamiento sería imposible su recuperación.
- Liquidación de 97 empleados con un sueldo promedio de USD 700,00, antigüedad de 3 años promedio después de negociación se espera alcanzar una cifra aproximada de USD 294.000,00.

g) El pago de las deudas con proveedores locales y otras, se estimada llegar a un acuerdo del pago del 90%.

h) Costos legales USD 8.000 y costos de desmantelamiento USD 40.000.

Tabla 24. Método de valoración por liquidación

Detalle cuenta contable	Valor en miles
Activo	4.600.569,88
Caja	500,00
Instituciones financieras privadas	486.501,45
Cuentas y documentos para cobrar a clientes	1.249.129,90
Otras cuentas por cobrar no relacionadas	21.146,70
Provisión por cuentas incobrables y deterioro	-63.703,68
Inventarios de materia prima	468.409,14
Inventarios de productos en proceso	-
Inventarios de prod. Term. Y mercad. En almacén - producido por la compañía	229.445,31
Seguros pagados por anticipado	6.964,40
Anticipo de impuesto a la renta	113.663,93
Otros activos corrientes	553.823,68
Otras propiedades plantas y equipos	193.213,83
Instalaciones	456.849,28
Maquinaria y equipo	2.240.545,09
Equipo de computación	-
(-) Depreciación acumulada propiedades, planta y equipo	-1.355.919,13
Activos por impuestos diferidos	-
Pasivo	2.196.230,18
Proveedores locales	78.773,44
Otras	8.271,17
Proveedores del exterior	657.177,41
Préstamos bancarios	127.893,21
Con la administración tributaria	68.068,32
Con el iess	18.635,48
Por beneficios de ley a empleados	24.250,75
Préstamos de compañías relacionadas	1.213.160,40
Liquidación de empleados	294.000,00
Costos legales/ adicionales	8.000,00

Costos de desmantelamiento	40.000,00
Total para liquidar	2.062.339,71

Nota: Se muestra el análisis por método de valoración por liquidación.

3.2.4. Método de valoración por reposición

Según el método el valor para crear una nueva empresa similar a Cubiertos S.A. es de USD 1.162.650,48.

Para el análisis de este método se consideró los siguientes supuestos:

- a) Valor de apertura de inventario de materia prima será del 70% del último año.
- b) Valor de maquinaria e instalaciones, incremento del 10% considerando un incremento del 2% anual.
- c) Gastos de venta proyectados al 2,5% de los ingresos para un manejo semestral.
- d) Gastos administrativos proyectados al 6% de los ingresos para un manejo semestral.
- e) Costo de instalación del 10% de la maquinaria.
- f) Costo de capacitación operativa por USD 30.000,00.
- g) Costos de constitución y legales por USD 5.000,00.

Tabla 25. Método de valoración por reposición.

Detalle cuenta contable	Valor en miles
Inventarios de materia prima	345.143,58
Seguros pagados por anticipado	6.964,40
Otras propiedades plantas y equipos	236.150,23
Instalaciones	502.534,21
Maquinaria y equipo	2.738.443,99
Gastos administrativos	424.115,15

Gastos de venta	176.714,64
Costos instalación	273.844,40
Costos de capacitación operativa	30.000,00
Costos de constitución y otros legales	25.000,00
Valor de reposición	4.758.910,60

Nota: Se muestra el análisis por método de valoración por reposición.

3.2.5. Método de valoración por dividendos CAPM

Este modelo se desarrolló en función de datos obtenidos de Damodaran y del Ministerio de Economía y de Finanzas de Ecuador. Dichos datos obtenidos son los siguientes:

- d) Rf: tasa libre de riesgo = 0,0787 que es la tasa de interés que se paga por bonos e inversiones entre 5 a 10 años. (Ministerio de Economía y Finanzas, 2025).
- e) Be: beta apalancada= 0,8146, el dato fue obtenido de mercados emergentes del sector de Packaging & Container. (Damodaran, 2025)
- f) E(Rm): rentabilidad del mercado = 0,1407 dicho dato se obtuvo del promedio de los años 2017 y 2021. (CFN, 2021),

Tabla 26. Beta desapalancada

$$\beta_u = \beta_E * \frac{V_e}{V_e + V_d * (1 - t)}$$

Variable	Detalle	Valor
Bu	beta desapalancada	0,3132
Be	beta apalancada	0,8146
Ve	Valor equity (fondos propios)	1.673.377,33
Vd	Valor de la deuda	3.572.551,75
t	tipo de impuesto renta	0,25

Nota: Se muestra el cálculo de la beta des apalancada

Luego de encontrar la beta desapalancada y reapalancada se calculará el Ke que corresponde a la rentabilidad exigida a las acciones mediante la siguiente formula:

$$K_e = R_f + \text{Beta} * (E(R_m) - R_f)$$

Tabla 27. Modelo CAPM

Variable	Detalle	Valor
Rf	tasa sin riesgo	0,07875
Beta	riesgo de mercado de la empresa	0,8146
E(Rm)	rentabilidad del mercado	0,1407
Ke	Rentabilidad exigida a las acciones	12,92%

Nota: Se muestra el cálculo de Ke.

3.2.6. Método de valoración por dividendos – NORDEFELASE

Este método se pondera según el impacto que tiene la empresa en los diferentes factores, a continuación, el detalle:

Tabla 28. Análisis para el método NORDEFELASE

Factor	Detalle
Negocio, Sector, Producto (N)	La empresa manufacturera de cubiertos tiene un riesgo alto, ya que existen productos sustitutos y la tendencia de compra es en productos con menor impacto ambiental.
Apalancamiento operativo (O)	Los activos están apalancados con uno 68% de deuda, es moderado.
Directivos (D)	Los directivos tienen objetivos alineados a la empresa, por tal motivo el riesgo de conflicto de agencia es bajo.
Exposición a riesgos (E)	Los precios de las materias primas y de costos de importación son estables
Riesgo País (R)	El riesgo país de Ecuador es inestable, pues depende de factores como gobierno, seguridad, entre otros.
Flujos/Estabilidad (F)	La empresa tiene estabilidad al tener clientes que pertenecen al grupo económico, además tiene la capacidad operativa para maximizar su producción y apertura mercados.
Endeudamiento (E)	La compañía no necesita mayor endeudamiento para generar valor.
Liquidez (L)	La empresa posee un NOF adecuado, por ende, puede cumplir con sus obligaciones.
Acceso a fondos (A)	Al ser parte de un grupo económico, le facilita acceder a nuevas fuentes de financiamiento.
Socios (S)	La empresa es parte de un grupo empresarial, por tal motivo los mismos están respaldados con el resto de las empresas.
Estrategia (E)	La empresa necesita realizar planes estratégicos, planes de desarrollo, planes de sostenibilidad u otros que le permita adaptarse a las necesidades del mercado

Nota: Se detalla el análisis realizado para la toma de decisión en cada factor que conforma este método.

Tabla 29. Método NORDEFELASE

RIESGO							
Ponderación	Factor	Bajo 1	Normal 2	Notable 3	Alto 4	Muy alto 5	Riesgo Ponderado
12%	Negocio, Sector, Producto (N)	0	0	3	0	0	0,36
6%	Apalancamiento operativo (O)	0	0	3	0	0	0,18
8%	Directivos (D)	0	2	0	0	0	0,16
12%	Exposición a riesgos (E)	0	2	0	0	0	0,24
12%	Riesgo País (R)	0	0	0	4	0	0,48
12%	Flujos/Estabilidad (F)	0	0	3	0	0	0,36
8%	Endeudamiento (E)	1	0	0	0	0	0,08
10%	Liquidez (L)	1	0	0	0	0	0,1
8%	Acceso a fondos (A)	0	2	0	0	0	0,16
4%	Socios (S)	1	0	0	0	0	0,04
8%	Estrategia (E)	0	0	3	0	5	0,24
100%	TOTAL						2,4
	Beta de los recursos propios	2,4	x	0,5		1,2	

Nota: Se muestra la ponderación del riesgo por cada factor y se calcula la beta por NODERFELASE

Tabla 30. Cálculo de Ke mediante método NORDEFELASE

$$Ke = R_f + \text{Beta} * (E(R_m) - R_f)$$

Variable	Detalle	Valor
Ke	Rentabilidad exigida a las acciones	15,30%
Rf	Tasa sin riesgo	0,0788
Beta	Riesgo de mercado de la empresa	1,2000
E(Rm)	Rentabilidad del mercado	0,1407

Nota: Se muestra el cálculo de Ke.

Cubiertos S.A. en el ejercicio fiscal 2024 generó una utilidad de USD 20.631,94 por tal motivo el cálculo de sus dividendos sería el siguiente:

Tabla 31. Valoración en base a dividendos

Inversor	Valor
Ke por CAMP	159.709,24
Ke por NODERFELASE	134.812,27
Dividendos pagados	20.631,94

Nota: Esta tabla muestra el cálculo de la valoración de los dividendos exigidos por los accionistas.

3.2.7. Método dinámico de flujo de caja descontado VRN - EQV

Según el método dinámico de flujo de caja descontado el VRN de Cubiertos S.A. es de USD 6.312.985,27 y el EQV es de USD 6.165.024,43.

Para la elaboración de este análisis se han realizado proyecciones a 4 años de Balance General y Estado de Pérdidas y Ganancias, considerando supuestos realistas que permitirá calcular la valoración por métodos dinámicos de flujo de caja descontado.

Tabla 32. Proyección a 4 año Balance General

Detalle	Año 2024	Año 2025	Año 2026	Año 2027	Año 2028
Activo	5.245.929,08	5.337.599,40	6.299.989,06	7.323.066,66	8.807.858,10
Activo corriente	3.422.891,71	3.810.754,97	5.061.426,32	6.372.785,61	8.145.858,74
Efectivo y equivalentes de efectivo	487.001,45	409.919,46	1.035.668,93	1.703.358,67	2.813.452,17
Caja	500,00	500,00	500,00	500,00	500,00
Instituciones financieras privadas	486.501,45	409.419,46	1.035.168,93	1.702.858,67	2.812.952,17
Activos financieros	1.206.572,92	1.792.146,50	2.417.068,38	3.060.737,92	3.723.717,55
Cuentas y documentos para cobrar a clientes	1.249.129,90	1.855.850,18	2.480.772,06	3.124.441,60	3.787.421,23
Otras cuentas por cobrar no relacionadas	21.146,70	-	-	-	-
Provisión por cuentas incobrables y deterioro	(63.703,68)	(63.703,68)	(63.703,68)	(63.703,68)	(63.703,68)
Inventarios	817.512,33	817.512,33	817.512,33	817.512,33	817.512,33
Inventarios de materia prima	493.062,25	493.062,25	493.062,25	493.062,25	493.062,25
Inventarios de productos en proceso	69.510,85	69.510,85	69.510,85	69.510,85	69.510,85
Inventarios de prod. Term.	254.939,23	254.939,23	254.939,23	254.939,23	254.939,23
Servicios y otros pagos anticipados	6.964,40	-	-	-	-
Seguros pagados por anticipado	6.964,40	-	-	-	-
Activos por impuestos corrientes	113.663,93	-	-	-	-
Crédito tributario a favor de la empresa (iva)	-	-	-	-	-
Anticipo de impuesto a la renta	113.663,93	-	-	-	-
Otros activos corrientes	791.176,68	791.176,68	791.176,68	791.176,68	791.176,68
Activos no corrientes	1.823.037,37	1.526.844,43	1.238.562,74	950.281,05	661.999,36
Propiedad, planta y equipo	1.815.126,12	1.526.844,43	1.238.562,74	950.281,05	661.999,36

Nota sobre derechos de autor: Este trabajo y lo que a continuación se expone solo tiene una validez académica, quedando copia de éste en la biblioteca digital de UIDE y EIG. La distribución y uso de este trabajo por parte de alguno de sus autores con otros fines deberá ser informada a ambas Instituciones, a los directores del Máster y resto de autores, siendo responsable aquel que se atribuya dicha distribución.

Otras propiedades plantas y equipos	214.682,03	214.682,03	214.682,03	214.682,03	214.682,03
Instalaciones	456.849,28	456.849,28	456.849,28	456.849,28	456.849,28
Maquinaria y equipo	2.489.494,54	2.489.494,54	2.489.494,54	2.489.494,54	2.489.494,54
Equipo de computación	10.019,40	10.019,40	10.019,40	10.019,40	10.019,40
Vehículos, equipos de transporte y equipo caminero móvil	-	-	-	-	-
(-) Depreciación acumulada propiedades, planta y equipo	(1.355.919,13)	(1.644.200,82)	(1.932.482,51)	(2.220.764,20)	(2.509.045,89)
Activos por impuestos diferidos	7.911,25	-	-	-	-
(-) Depreciación acumulada de activos	-	-	-	-	-
Derecho de uso por activos arrendados	-	-	-	-	-
Pasivo	3.572.551,75	3.487.130,63	4.272.428,86	5.090.945,41	6.343.070,40
Pasivo corriente	2.205.901,80	2.120.480,68	2.905.778,91	3.724.295,46	4.976.420,45
Pasivos por contratos de arrendamiento	-	-	-	-	-
Cuentas y documentos por pagar	753.893,64	1.206.621,23	2.376.299,49	3.578.834,53	4.815.371,01
Locales	96.716,23	1.206.621,23	2.376.299,49	3.578.834,53	4.815.371,01
Proveedores locales	87.526,04	1.206.621,23	2.376.299,49	3.578.834,53	4.815.371,01
Otras	9.190,19	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)
Del exterior	657.177,41	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)
Proveedores del exterior	657.177,41	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,00)
Obligaciones con instituciones financieras	127.893,21	-	-	-	-
Préstamos bancarios	127.893,21	-	-	-	-
Otras obligaciones corrientes	110.954,55	100.699,05	116.319,03	132.300,53	147.889,05
Con la administración tributaria	68.068,32	59.030,48	68.187,01	77.555,48	86.693,58
Con el iess	18.635,48	-	-	-	-
Por beneficios de ley a empleados	24.250,75	41.668,57	48.132,01	54.745,05	61.195,47

Cuentas por pagar a relacionadas	1.213.160,40	813.160,40	413.160,40	13.160,40	13.160,40
Locales	1.213.160,40	813.160,40	413.160,40	13.160,40	13.160,40
Préstamos de compañías relacionadas	1.213.160,40	813.160,40	413.160,40	13.160,40	13.160,40
Pasivo no corriente	1.366.649,95	1.366.649,95	1.366.649,95	1.366.649,95	1.366.649,95
Pasivos por contratos de arrendamiento	-	-	-	-	-
Obligaciones con instituciones financieras	603.785,93	603.785,93	603.785,93	603.785,93	603.785,93
Cuentas por pagar a relacionadas	666.666,80	666.666,80	666.666,80	666.666,80	666.666,80
Provisiones por beneficios a empleados	96.197,22	96.197,22	96.197,22	96.197,22	96.197,22
Jubilación patronal	47.676,05	47.676,05	47.676,05	47.676,05	47.676,05
Otros beneficios no corrientes para los empleados	48.521,17	48.521,17	48.521,17	48.521,17	48.521,17
Patrimonio neto	1.673.377,33	1.850.468,77	2.027.560,20	2.232.121,24	2.464.787,69
Patrimonio neto atribuible a los propietarios de la controladora	1.673.377,33	1.850.468,77	2.027.560,20	2.232.121,24	2.464.787,69
Capital	650.000,00	650.000,00	650.000,00	650.000,00	650.000,00
Capital suscrito o asignado	650.000,00	650.000,00	650.000,00	650.000,00	650.000,00
Reservas	29.557,13	29.557,13	29.557,13	29.557,13	29.557,13
Otros resultados integrales	33.515,55	33.515,55	33.515,55	33.515,55	33.515,55
Otros superavit por revaluación	33.515,55	33.515,55	33.515,55	33.515,55	33.515,55
Resultados acumulados	939.672,71	960.304,65	1.137.396,09	1.341.957,13	1.574.623,58
Ganancias acumuladas	939.672,71	960.304,65	1.137.396,09	1.341.957,13	1.574.623,58
(-) Pérdidas acumuladas	-	-	-	-	-
Resultados del ejercicio	20.631,94	177.091,44	177.091,44	177.091,44	177.091,44
Ganancia neta del periodo	20.631,94	177.091,44	204.561,04	232.666,45	260.080,73

Nota: Se muestra proyección de Balance General con base en el año 2024.

Para la proyección del Balance general se consideró que los activos corrientes reflejan el crecimiento esperado de las ventas y la política de cobranza. El inventario mantiene un nivel alto debido a la estrategia de stock preventivo, mientras que la cuenta de efectivo recoge los resultados derivados del flujo de caja proyectado. En cuanto a los pasivos, la empresa mantiene una estructura conservadora de financiamiento, sin nuevas obligaciones significativas, ya que la deuda existente corresponde a partes relacionadas. El patrimonio neto crece conforme a las utilidades retenidas de los ejercicios proyectados.

Tabla 33. Proyección a 4 años Estado Pérdidas y Ganancias

Detalle	Año 2024	Año 2024	Año 2025	Año 2026	Año 2027	Año 2028
Ingresos de actividades ordinarias		7.068.585,75	7.280.643,32	7.499.062,62	7.724.034,50	7.955.755,54
Venta de bienes locales	99,56%	7.037.239,21	7.248.356,39	7.465.807,08	7.689.781,29	7.920.474,73
Prestación de servicios	0,05%	3.584,27	3.691,80	3.802,55	3.916,63	4.034,13
Ingresos financieros	0,39%	27.762,27	28.595,14	29.452,99	30.336,58	31.246,68
Ganancia bruta	21,15%	1.494.989,80	1.579.618,27	1.634.507,04	1.691.042,47	1.749.273,97
Costo de ventas y producción	78,85%	5.573.595,95	5.701.025,06	5.864.555,59	6.032.992,03	6.206.481,57
Materiales utilizados o productos vendidos	41,82%	2.956.318,08	3.057.870,20	3.149.606,30	3.244.094,49	3.341.417,33
(+) Mano de obra directa	11,68%	825.265,60	850.379,14	875.890,51	902.167,23	929.232,25
(+) Mano de obra indirecta	4,46%	315.398,93	324.716,69	334.458,19	344.491,94	354.826,70

(+) Otros costos indirectos de fabricación	20,89%	1.476.613,34	1.468.059,03	1.504.600,58	1.542.238,37	1.581.005,30
Depreciación propiedades, planta y equipo	3,54%	250.007,40	250.007,40	250.007,40	250.007,40	250.007,40
Mantenimiento y reparaciones	2,73%	193.316,75	196.577,37	202.474,69	208.548,93	214.805,40
Suministros materiales y repuestos	0,01%	753,25	2.184,19	2.249,72	2.317,21	2.386,73
Otros costos de producción	14,61%	1.032.535,94	1.019.290,07	1.049.868,77	1.081.364,83	1.113.805,78
Gastos	20,69%	1.462.625,97	1.301.827,78	1.313.626,97	1.326.075,49	1.341.304,19
Gastos de venta	1,90%	134.289,15	218.419,30	224.971,88	231.721,04	238.672,67
Gastos administrativos	18,46%	1.304.728,83	1.028.803,66	1.032.412,12	1.036.424,20	1.042.963,35
Beneficios sociales e indemnizaciones	0,57%	40.170,64	46.196,24	48.506,05	48.506,05	48.506,05
Honorarios, comisiones y dietas a personas naturales	7,55%	533.416,08	364.032,17	374.953,13	386.201,73	397.787,78
Mantenimiento y reparaciones	3,24%	228.808,80	205.927,92	185.335,13	166.801,62	150.121,45
Arrendamiento	0,74%	52.450,00	52.450,00	52.450,00	52.450,00	52.450,00
Promoción y publicidad	0,08%	5.590,78	16.745,48	17.247,84	17.765,28	18.298,24
Combustibles	0,14%	9.683,94	16.671,22	17.171,36	17.686,50	18.217,09
Transporte	0,47%	33.437,38	16.745,48	17.247,84	17.765,28	18.298,24
Gastos de gestión	0,13%	9.471,71	15.289,35	15.748,03	16.220,47	16.707,09
Gastos de viaje	0,19%	13.427,36	16.671,22	17.171,36	17.686,50	18.217,09
Agua, energía, luz, y telecomunicaciones	0,18%	12.906,31	13.035,37	13.165,73	13.297,38	13.430,36
Impuestos, contribuciones y otros	0,23%	16.403,62	8.736,77	8.998,88	9.268,84	9.546,91
Depreciaciones	0,54%	38.274,29	38.274,29	38.274,29	38.274,29	38.274,29
Propiedades, planta y equipo	0,54%	38.274,29	38.274,29	38.274,29	38.274,29	38.274,29
Suministros y materiales	0,203%	14.348,59	14.779,05	15.222,42	15.679,09	16.149,46

Otros gastos	4,19%	296.339,33	305.787,02	314.960,63	324.409,45	334.141,73
Gastos financieros	0,33%	23.607,99	54.604,82	56.242,97	57.930,26	59.668,17
Ganancia (pérdida) antes de 15% a trabajadores e impuesto a la renta de operaciones continuadas	0,46%	32.363,83	277.790,49	320.880,06	364.966,98	407.969,78
15% participación trabajadores	0,07%	4.854,57	41.668,57	48.132,01	54.745,05	61.195,47
Ganancia (pérdida) antes de impuestos	0,39%	27.509,26	236.121,91	272.748,06	310.221,93	346.774,31
Impuesto a la renta causado	0,10%	6.877,31	59.030,48	68.187,01	77.555,48	86.693,58
Ganancia (pérdida) de operaciones continuadas antes del impuesto diferido	0,29%	20.631,94	177.091,44	204.561,04	232.666,45	260.080,73

Nota: Se muestra proyección de Estado de Pérdidas y Ganancias en base en el año 2024.

Tabla 34. Proyección de EBITDA

DETALLE	VALOR					
EBIT	39.758,60	270.868,37	308.536,91	347.084,45	384.742,71	
EBITDA	328.040,29	559.150,06	596.818,60	635.366,14	673.024,40	
% EBITDA	4,64%	7,68%	7,96%	8,23%	8,46%	

Nota: Proyección de EBITDA.

Para proyección del Estado de Pérdidas y Ganancias se consideró un crecimiento estable en las ventas del 3% anual hasta el año 2028, debido a que la empresa ha superado los 5 años de operación, los mismos que le han permitido tener una marca establecida, por ello la proyección es conservadora pero constante.

Consideramos que Cubiertos S.A. pese a ser una empresa con mayor trayectoria en el mercado no ha estabilizado sus operaciones, ya que del año 2021 al año 2024 ha tenido un promedio de crecimiento de clientes del 11% y de ventas del 32%, por dicho motivo nuestra proyección considera como base más confiable los datos del periodo 2024.

Tabla 35. Promedio número de clientes y ventas locales

descripción	2021	2022	2023	2024	Promedio
Clientes	27	40	23	29	29,75
Totales	5.505.083,58	9.427.252,58	4.510.573,08	8.027.903,08	6.867.703,08
Variación en clientes		48%	-43%	26%	11%
Variación en ventas		71%	-52%	78%	32%

Nota: Cálculo del promedio número de clientes y ventas locales

En los costos de producción se estima una reducción menor al 1% promedio anual, debido a la optimización en el proceso productivo al reducir mermas y errores operativos.

Los gastos de venta se incrementan al 3% anual con relación a las ventas, dicho porcentaje se debe a la ejecución del plan estratégico de ventas y marketing. En los gastos administrativos se proyecta una disminución del 5% anual, dicho valor está relacionado a la reducción de los honorarios, pues se considera que es un gasto muy inflado, de esta manera se proyecta la optimización de los recursos.

No se contempla adquisición de maquinaria y equipos debido a que la misma aun cuenta con años de vida útil, por ende, no se proyecta una variación representativa en la depreciación anual.

Como punto de partida luego de las proyecciones realizadas se identificó el Cash Flow, mismo que será la base para el cálculo de este método:

Tabla 36. Cash Flow

Cálculo de los Cash Flow en miles	2024	2025	2026	2027	2028
Resultado ejercicio	20.631,94	177.091,44	204.561,04	232.666,45	260.080,73
Depreciación propiedades, planta y equipo	250.007,40	250.007,40	250.007,40	250.007,40	250.007,40
Depreciaciones	38.274,29	38.274,29	38.274,29	38.274,29	38.274,29
(-) Ingresos financieros	-27.762,27	-28.595,14	-29.452,99	-30.336,58	-31.246,68
Gastos financieros	23.607,99	54.604,82	56.242,97	57.930,26	59.668,17
Flujo de efectivo bruto	304.759,35	491.382,81	519.632,71	548.541,82	576.783,91
(-) Aumento de activos fijos de reposición	-	-	-	-	-
Cash flow	304.759,35	491.382,81	519.632,71	548.541,82	576.783,91

Nota: La tabla muestra el cálculo del Cash Flow.

Para calcular el VRn previamente hay que calcular el WACC, mediante la siguiente formula:

$$WACC = k_d * (1 - t) * \left(\frac{D}{V}\right) + k_e * \left(\frac{E}{V}\right)$$

Tabla 37. Cálculo WACC

Detalle	Valor
E	1.673.377,33
D	3.572.551,75
V (E+D)	5.245.929,08
Ke	12,92%
Kd	9,82%
Tc	25%
WACC	9%

Nota: Se muestra el cálculo del WACC.

Una vez obtenido el WACC, que es indispensable para el cálculo del K_e , procedemos aplicar la siguiente fórmula para encontrar el VRn.

$$VR_n = \frac{(ECF_n(1 + g))}{(K_e - g)}$$

Tabla 38. Método dinámico de flujo de caja descontado - VRn

<u>Detalle</u>	<u>Valor</u>
ECFn	576.783,91
g	0,00%
K_e	9,14%
VRN	6.312.985,26

Nota: Se muestra el cálculo del VRN, debido a que los flujos no son estables se ha decidió mantener una g del 0% para ser conservadores y realistas.

Para el cálculo mediante este método utilizaremos el VRn previamente calculado ya que sumaremos a la proyección de 2028 lo que arrojará un nuevo Cash Flow:

Tabla 39. Cash Flow para cálculo de EQV

	AÑO 2025	AÑO 2026	AÑO 2027	AÑO 2028
ECF	491.382,81	519.632,71	548.541,82	6.889.769,18
Tasa de crecimiento		5,75%	5,56%	1156,02%

Nota: Se muestra el nuevo Cash Flow.

Con la información encontrada se procede a utilizar la siguiente fórmula para el cálculo por el método dinámico de flujo de caja descontado - VRn:

$$EQV = ECF_1/(1 + K_e) + ECF_2/((1 + K_e)^2) + ECF_3/((1 + K_e)^3) + \dots + ECF_n/((1 + K_e)^n) + \dots$$

Tabla 40. Método dinámico de flujo de caja descontado – VRn

	Calculo EQV			
EQV	491.382,81 (1+9,14%)	519.632,70 (1+9,14%)^2	548.541,81 (1+9,14%)^3	6.889.769,17 (1+9,14%)^4
EQV	450.246,20	436.271,34	421.987,95	4.856.518,93
EQV	6.165.024,43			

Nota: Muestra del cálculo EQV.

3.2.8. Método de valoración por múltiplos

Según el método la valoración por múltiplos se ha tomado del EMIS (EMIS, 2025), el valor de EV/Ebitda por 11,57 correspondiente a la fabricación de plásticos, polímeros, resinas el cual da un resultado en Cubiertos S.A. de EV/Múltiplos de Ebitda de USD. 2.889.060,66.

Tabla 41. Método de valoración por múltiplos

Detalle	Valor en miles
EV/EBITDA (entrada)	11,57
Promedio EBITDA proyectado	558.479,90
EV	6.461.612,41
DEUDA	3.572.551,75
EV/ Múltiplos de Ebitda	2.889.060,66

Nota: Se muestra el cálculo de EV/Múltiplos de Ebitda.

A continuación, se detalla un resumen del resultado obtenido en cada uno de los métodos desarrollados, mismos que permiten tomar una visión integral de la valoración de la empresa en este proyecto de fusión por absorción.

Tabla 42. Resumen métodos de valoración.

MÉTODO	VALOR
Fondos propios	1.673.377,33
Valor ajustado	1.436.024,33
Valoración por liquidación	2.062.339,71
Valoración por reposición	4.758.910,60
Valoración por dividendos - CAMP	159.709,24
Valoración por dividendos - NODERFELASE	134.812,27
Flujo de caja descontado	6.165.024,43
Valoración por múltiplo	2.889.060,66

Nota; Resumen métodos de valoración

Después de realizar la valoración de Cubiertos S.A. por todos los métodos se determinó la capacidad de la compañía para generar flujos positivos futuros y márgenes de rentabilidad óptimos. Sin embargo, para efectos de nuestro proyecto en el proceso de fusión por absorción determinamos que se aplicará saldos iniciales basados en la valoración contable, ya que dicho proceso se realiza entre compañías relacionadas con similar composición accionaria, donde no es recomendable generar un fondo de comercio al no corresponder a una fusión por adquisición.

CAPITULO 4. FUSIONES Y AQUISICIONES

4.1. Fusión de Balance General

Al fusionar las dos empresas por absorción; Cubiertos S.A. obtendría el siguiente Balance General por valor contable sin pago adicional por corresponder al mismo grupo accionario.

Tabla 43. Fusión Balance General

DETALLE	VALOR EN USD
Activo	6.831.469,37
Activo corriente	4.379.016,30
Efectivo y equivalentes de efectivo	584.970,49
Caja	2.000,00
Instituciones financieras privadas	582.970,49
Activos financieros	1.431.471,92
Cuentas y documentos para cobrar a clientes	1.474.165,42
Otras cuentas por cobrar no relacionadas	26.833,87
Provisión por cuentas incobrables y deterioro	(69.527,37)
Inventarios	1.339.426,33
Inventarios de materia prima	908.347,17
Inventarios de productos en proceso	78.407,12
Inventarios de prod. Term. Y mercad.	352.672,04
Servicios y otros pagos anticipados	10.926,07
Seguros pagados por anticipado	10.926,07
Activos por impuestos corrientes	221.044,81
Crédito tributario a favor de la empresa (iva)	95.676,70
Anticipo de impuesto a la renta	125.368,11
Otros activos corrientes	791.176,68
Activos no corrientes	2.452.453,07
Propiedad, planta y equipo	2.329.033,67
Otras propiedades plantas y equipos	232.826,20
Instalaciones	467.443,68
Maquinaria y equipo	3.134.094,91
Equipo de computación	14.416,06
Vehículos, equipos de transporte y equipo caminero móvil	7.000,00
(-) depreciación acumulada propiedades, planta y equipo	(1.526.747,18)

Nota sobre derechos de autor: Este trabajo y lo que a continuación se expone solo tiene una validez académica, quedando copia de éste en la biblioteca digital de UIDE y EIG. La distribución y uso de este trabajo por parte de alguno de sus autores con otros fines deberá ser informada a ambas Instituciones, a los directores del Máster y resto de autores, siendo responsable aquel que se atribuya dicha distribución.

Activos por impuestos diferidos	23.852,92
Derecho de uso por activos arrendados	99.566,48
(-) depreciación acumulada de activos	(121.692,12)
Derecho de uso por activos arrendados	221.258,60
Pasivo	5.095.263,59
Pasivo corriente	3.659.446,85
Pasivos por contratos de arrendamiento	46.454,11
Cuentas y documentos por pagar	1.299.246,54
Locales	348.276,38
Proveedores locales	134.893,25
Otras	213.383,13
Del exterior	950.970,16
Proveedores del exterior	950.970,16
Obligaciones con instituciones financieras	127.893,21
Préstamos bancarios	127.893,21
Otras obligaciones corrientes	118.792,59
Con la administración tributaria	68.128,92
Con el iess	22.144,71
Por beneficios de ley a empleados	28.518,96
Cuentas por pagar a relacionadas	2.067.060,40
Locales	2.067.060,40
Préstamos de compañías relacionadas	2.067.060,40
Pasivo no corriente	1.435.816,74
Pasivos por contratos de arrendamiento	62.945,09
Obligaciones con instituciones financieras	603.785,93
Cuentas por pagar a relacionadas	666.666,80
Provisiones por beneficios a empleados	102.418,92
Jubilación patronal	49.473,49
Otros beneficios no corrientes para los empleados	52.945,43
Patrimonio neto	1.736.205,78
Patrimonio neto atribuible a los propietarios	1.736.205,78
Capital	651.000,00
Capital suscrito o asignado	651.000,00
Reservas	129.557,13
Otros resultados integrales	32.210,13
Otros superavit por revaluación	32.210,13
Resultados acumulados	848.487,13
Ganancias acumuladas	968.660,30

Nota sobre derechos de autor: Este trabajo y lo que a continuación se expone solo tiene una validez académica, quedando copia de éste en la biblioteca digital de UIDE y EIG. La distribución y uso de este trabajo por parte de alguno de sus autores con otros fines deberá ser informada a ambas Instituciones, a los directores del Máster y resto de autores, siendo responsable aquel que se atribuya dicha distribución.

(-) pérdidas acumuladas	(120.173,17)
Resultados del ejercicio	74.951,39
Ganancia neta del periodo	74.951,39

Nota: Fusión Balance General

4.2. Fusión Estado de Resultados

Con la fusión por absorción de Cubiertos S.A. a Empaques de Papel S.A. se considera que se va a obtener las siguientes sinergias financieras en el Estado de Resultados:

- Como parte de la optimización por fusión se eliminan los costos y gastos de arriendo de Empaques de Papel a razón de USD 5.000,00 mensuales.
- Se considera una reducción de costos por almacenamiento y distribución con negociaciones estratégicas que disminuirán en promedio USD 600,00 mensuales.
- Considerando la normativa legal se realizará una reasignación de fuerza de trabajo que presta servicios mediante facturación a relación de dependencia. Para esto se establece un rol base de USD 15.000,00 mensuales más beneficios de ley.
- En relación con la transferencia de relación de dependencia se considera una reducción de honorarios y servicios anuales por USD 200.000,00.
- Aumentamos un 10% de los gastos proyectados inicialmente por temas de gobernanza y clima laboral.

Tabla 44. Fusión Estado de Pérdidas y Ganancias

DETALLE	Año 2025	Año 2026	Año 2027	Año 2028
Ingresos de actividades ordinarias	8.627.950,71	8.947.324,78	9.302.519,15	9.617.053,27
Venta de bienes locales	7.995.234,74	8.268.701,31	8.564.936,00	8.841.575,06
Venta de bienes exportados	598.732,88	643.637,85	701.565,25	738.397,43
Prestación de servicios	4.792,48	4.925,25	5.061,78	5.202,18
Ingresos financieros	29.190,61	30.060,38	30.956,12	31.878,60
Ganancia bruta	1.997.724,52	2.091.534,20	2.197.476,99	2.290.829,85
Costo de ventas y producción	6.630.226,20	6.855.790,58	7.105.042,16	7.326.223,42
Materiales utilizados o productos vendidos	3.637.212,37	3.772.359,03	3.922.842,89	4.055.775,35
(+) Mano de obra directa	1.039.002,17	1.078.647,22	1.123.155,08	1.161.813,93
(+) Mano de obra indirecta	324.716,69	334.458,19	344.491,94	354.826,70
(+) Otros costos indirectos de fabricación	1.689.294,96	1.730.326,14	1.774.552,25	1.813.807,44
Depreciación propiedades, planta y equipo	314.686,21	314.686,21	314.686,21	314.686,21
Mantenimiento y reparaciones	210.589,37	217.536,62	224.965,17	232.082,90
Suministros materiales y repuestos	16.735,11	17.890,95	19.364,84	20.328,74
Otros costos de producción	1.140.084,27	1.173.012,36	1.208.336,03	1.239.509,59
Gastos	1.590.124,79	1.617.652,47	1.628.295,46	1.648.467,36
Gastos de venta	252.101,98	261.178,43	271.183,15	280.205,11
Gastos administrativos	1.273.313,18	1.289.369,10	1.287.343,42	1.296.134,36
Beneficios sociales e indemnizaciones	249.858,00	249.858,00	249.858,00	249.858,00
Honorarios, comisiones y dietas a personas naturales	197.714,85	211.159,69	225.663,84	239.320,22

Mantenimiento y reparaciones	219.757,99	197.782,19	178.003,97	160.203,57
Arrendamiento	52.450,00	52.450,00	52.450,00	52.450,00
Promoción y publicidad	16.745,48	17.247,84	17.765,28	18.298,24
Combustibles	16.671,22	17.171,36	17.686,50	18.217,09
Transporte	19.844,29	20.578,85	21.395,79	22.119,22
Gastos de gestión	20.523,38	21.305,56	22.183,35	22.946,36
Gastos de viaje	16.671,22	17.171,36	17.686,50	18.217,09
Agua, energía, luz, y telecomunicaciones	13.724,08	13.861,32	13.999,93	14.139,93
Impuestos, contribuciones y otros	13.452,35	14.067,79	14.793,54	15.361,45
Depreciaciones	53.674,33	53.674,33	52.274,29	52.274,29
Propiedades, planta y equipo	53.674,33	53.674,33	52.274,29	52.274,29
Suministros y materiales	15.279,05	15.722,42	16.179,09	16.649,46
Otros gastos	469.484,87	491.358,96	492.991,61	503.261,84
Gastos financieros	64.709,63	67.104,94	69.768,89	72.127,90
Ganancia (pérdida) antes de 15% a trabajadores e IR	407.599,72	473.881,74	569.181,53	642.362,49
15% participación trabajadores	61.139,96	71.082,26	85.377,23	96.354,37
Ganancia (pérdida) antes de impuestos	346.459,77	402.799,48	483.804,30	546.008,11
Impuesto a la renta causado	86.614,94	100.699,87	120.951,07	136.502,03
Ganancia (pérdida) de operaciones continuadas antes del impuesto diferido	259.844,82	302.099,61	362.853,22	409.506,09

Nota: Fusión de Estado de pérdidas y ganancias

Tabla 45. Proyección de EBITDA

DETALLE	AÑO 2025	AÑO 2026	AÑO 2027	AÑO 2028
EBIT	395.431,13	453.911,83	537.410,61	601.618,86
EBITDA	763.791,67	822.272,37	904.371,11	968.579,36
% EBITDA	8,85%	9,19%	9,72%	10,07%

Nota: Proyección de EBITDA

Tabla 46. Utilidad

	AÑO 2025	AÑO 2026	AÑO 2027	AÑO 2028	TOTAL
UTILIDAD ANTES DE LAS SINERGIAS	222,550.76	263,249.98	324,054.47	370,751.55	1,180,606.76
UTILIDAD DESPUES DE LAS SINERGIAS	259,844.82	302,099.61	362,853.22	409,506.09	1,334,303.74
BENEFICIO GENERADO	37,294.06	38,849.63	38,798.76	38,754.54	153,696.98

Nota: Cálculo de utilidad

Al momento de fusionar por absorción Cubiertos S.A. obtiene beneficios debido a las sinergias, las mismas que le permiten obtener un incremento en sus márgenes de rentabilidad. Por ello se evidencia que el proceso de fusión por absorción es favorable para la compañía ya que potencia su marca, clientes, proveedores, talento humano entre otros factores que generan un aumento de valor empresarial.

CAPITULO 5

GOBERNANZA

5. Cultura organizacional

5.1. Misión

En Cubiertos S.A., nos dedicamos a fabricar y comercializar utensilios plásticos, vajilla plásticas y empaques de papel Kraft de primera categoría, alcanzando una variedad de productos que se adaptan a la vida cotidiana y a los negocios de restaurantes. Nos esforzamos por ofrecer la máxima calidad, combinando materiales duraderos con prácticos diseños. Nuestra misión es contribuir al bienestar de nuestros clientes y del planeta, integrando prácticas sostenibles en cada aspecto de nuestro negocio.

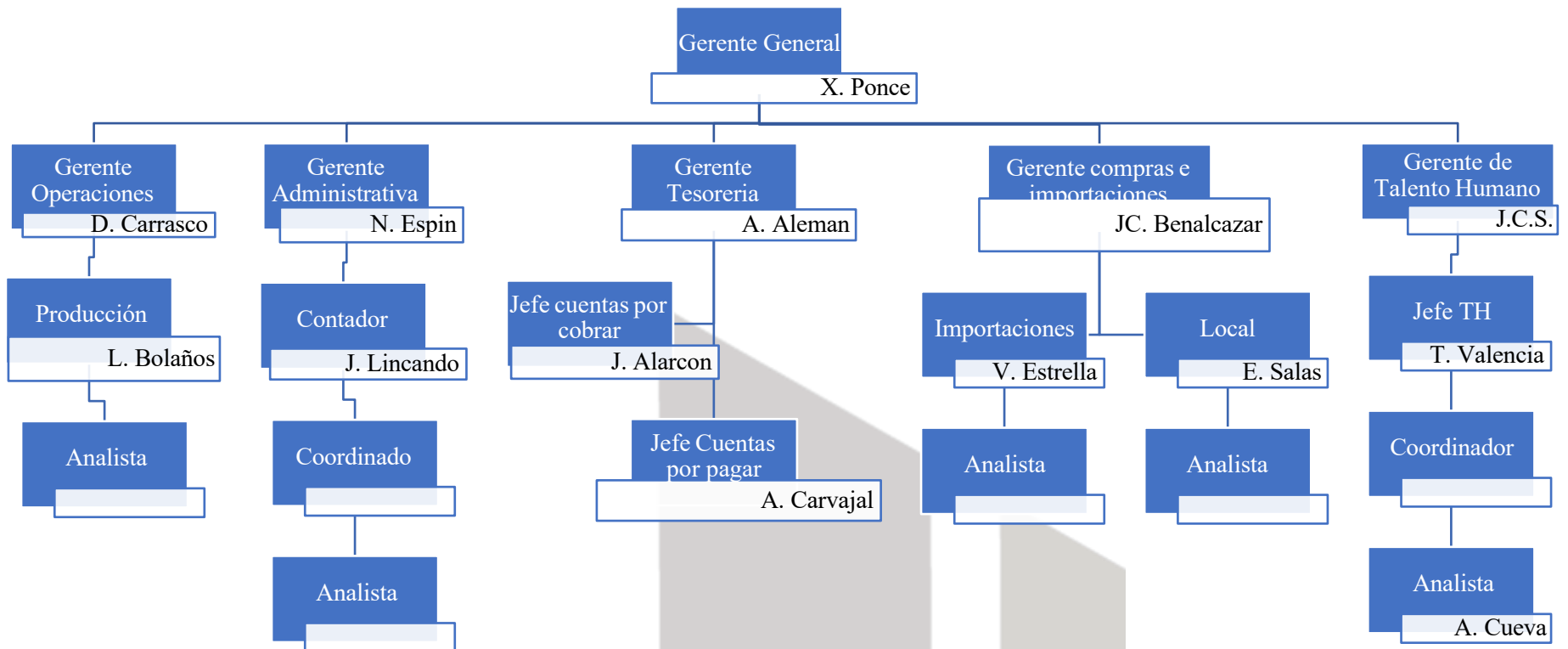
5.2. Visión

Ser reconocidos como líderes en la industria de empaques plásticos y de papel Kraft, siendo un referente de innovación y sostenibilidad. Aspiramos a ser la principal elección de nuestros clientes, ofreciendo productos de alta calidad que satisfacen sus necesidades con eficiencia y responsabilidad ambiental.

5.3. Organigrama Cubiertos S.A.

Luego del análisis realizado, considerando la situación actual de Cubiertos S.A. posterior a la fusión, se plantea el siguiente organigrama:

Ilustración 1. Organigrama



5.4. Plan de comunicación

Para la compañía es indispensable mantener una comunicación ideal con los trabajadores, accionistas, proveedores, clientes y todos los stakeholders de la compañía. Para ello se ha realizado este plan de comunicación que servirá como guía para tener una adecuada interacción entre todas las partes.

- **Objetivo:** Orientar a trabajadores, clientes, proveedores y demás stakeholders sobre la fusión realizada y solventar cualquier tipo de duda que se pueda presentar posterior al proceso.
- **A quién va dirigido:** A todos los grupos de interés de la compañía.
- **Mensaje que se desea transmitir:** El proceso de fusión por absorción fue realizado por un bien mayor, buscando potencializar Cubiertos S.A. para obtener mayor rentabilidad, abarcar un mercado más amplio y en futuro ser una empresa más grande que pueda brindar plazas de trabajo, mejores condiciones para sus trabajadores y accionistas, siendo en cada paso responsables con el medio ambiente.
- **Medios y recurso para utilizar:** Vía email, charlas informativas y reuniones periódicas con los diferentes grupos de interés.
- **Responsables de las actividades:** Gerencia General, Departamento Administrativo y Recursos Humanos, Departamento Comercial y Departamento de Compras.
- **Presupuesto:** Al formar parte de las actividades del equipo Departamento Administrativo y Recursos Humanos, se considerará en el presupuesto mensual un valor para el cumplimiento del plan de comunicación.

Tabla 47. Plan de comunicación

Nº	Actividad	Objetivo	Responsable
1	Asignar un canal de comunicación	Informar a todos los involucrados los cambios que serán realizados	Analista de RH – A. Cueva
2	Desarrollar el mensaje exacto que será transmitido	Emitir un mensaje claro, que genere calma y evite especulación	Jefe de RH – T. Valencia
3	Solicitar aprobación del plan realizado	Aprobar el plan de comunicación	Gerencia – X. Ponce
4	Ejecutar plan de comunicación	Brindar la información necesaria y dar soporte a cualquier duda que se pueda presentar luego de la absorción	Equipo de RH, compras
5	Resultados de la implementación del plan	Evaluar el impacto de la ejecución del plan	Jefatura inmediata de cada departamento.

Nota: Plan de comunicación

5.5. Gobierno corporativo

Se ha considerado como punto importante el gobierno corporativo ya que permite dirigir, controlar y supervisar la compañía con el fin de asegurarse que la misma actúe de manera transparente, ética y siempre alineada con los intereses de los accionistas e involucrados.

Las implicaciones principales a implementar este punto en la empresa son;

Tabla 48. Implicaciones gobierno corporativo

Implicación	Detalle
Proteger activos	Reducir los problemas fiscales y patrimoniales.
Reduce fraudes	Las funciones son independientes y maneja auditoría interna y externa.

Rentabilidad	Incremento de utilidad al analizar indicadores financieros constantes, optimizando procesos y costos.
Continuidad	Crecimiento de la empresa por planes de sucesión y manejo de proyecciones realistas.

Nota: Detalle de implicaciones con la implementación del Gobierno Corporativo.

Previo a la fusión la distribución accionaria se encontraba repartida de la siguiente forma:

Tabla 49. Distribución accionaria Empaques de papel S.A.

Accionistas	Importe USD	Nº de acciones
Blue S. A	1,00	0,10%
Juca S. A	999,00	99,90 %
Total	1.000,00	100 %

Nota: Se muestra la distribución accionaria de Empaques de Papel S.A.

Tabla 50. Distribución accionaria Cubiertos S.A.

Accionistas	Importe USD	Nº de acciones
Blue S. A	65.000,00	10%
Gcorp S.A.	195.000,00	30%
Juca S. A	195.000,00	30%
Khamis	195.000,00	30%
Total	650.000,00	100 %

Nota: Se muestra la distribución accionaria de Cubiertos S.A.

Al compartir paquete accionario se ha decidido mantener los porcentajes de participación de cada accionista de acuerdo con lo que tenían antes de la fusión, X. Ponce se mantiene como representante legal y Gerente General.

Las acciones quedan repartidas de la siguiente forma:

Tabla 51. Distribución accionaria

COMPOSICIÓN ACCIONARIA - CUBIERTOS S.A.		
Accionistas	Importe USD	Nº de acciones
Gcorp S.A.	195.300,00	300
Juca S. A	195.300,00	300
Khamis	195.300,00	300
Blue S. A	65.100,00	100
Total	651.000,00	1000

Nota: Se muestra la distribución accionaria posterior a la fusión.

Cubiertos S.A asume compromiso con el entorno y con su equipo, diseña diferentes estrategia y políticas que le permitan alinear el compromiso con todos los stakeholders, con la finalidad que este proceso de transición sea transparente y que los involucrados sientan pertenencia en el nuevo proyecto.

Por ello se estable un Comité de Ética y Transparencia el mismo le permitirá a la organización transparentar sus procesos e información. Además, alinea los intereses entre Directivos y Accionistas, con ello se reduce el riesgo de agencia al implementar un Consejo de Administración que vele por los intereses de ambas partes.

5.6. Sostenibilidad, innovación y producción responsable

Para Cubiertos S.A. es importante considerar todo lo que implica sostenibilidad ambiental y responsabilidad social, ya que es una de sus oportunidades de continuar expandiéndose bajo el

compromiso con el ambiente, para ello se ha desarrollado un plan base que permitirá tener un punto de partida para continuar trabajando y potencializando estas aristas:

Tabla 52. Plan de sostenibilidad, innovación y producción responsable

Área	Actividad	Objetivo
Sostenibilidad	Mantener certificaciones ambientales nacionales e internacionales.	Aportar con el medio ambiente y posicionar la marca de plástico y papel con responsabilidad ambiental.
Producción responsable	Obtener nuevos proveedores que se manejen bajo criterios ESG y trabajar permanentemente en implementar procesos productivos más amigables y sostenibles con el medio ambiente.	Disminuir el impacto ambiental que se genere por uso de materia prima y huella de carbono.
Responsabilidad social	Alianzas con ONGs y universidades que fomenten nuestros valores ambientales y sociales.	Generar credibilidad de nuestra responsabilidad social.
Innovación	Analizar el proceso productivo.	Mejorar reprocesos y evitar desperdicios que sean perjudiciales para el ambiente.

Nota: Plan de sostenibilidad, innovación y producción responsable.

CAPITULO 6

6. Conclusiones y aplicaciones

6.1. Conclusiones generales

Al fusionarse las empresas Cubiertos S.A. y Empaques de Papel S.A., se obtiene un beneficio adicional proyectado a final del año 2028 por un valor de USD 153,696.98 qué le permite a la empresa Cubiertos S.A. obtener márgenes de rentabilidad más elevados. De esta manera se integra la operatividad, se reduce costos y gastos y se intensifica el portafolio de clientes mejorando la oferta de productos.

6.2. Conclusiones específicas

El presente proyecto de titulación nos ha permitido llevar a la práctica todos los conocimientos aprendidos en esta maestría de finanzas corporativas.

La aplicación de cálculos de valoración empresarial requerida para el análisis de un proceso de fusión por absorción nos ha ayudado a desarrollar una visión integral sobre las diferentes aristas y realidades a las que se enfrentan las compañías; en sus procesos operativos con la influencia de factores tales como la información histórica contable que nos permite tener una valoración de las principales cuentas de los grupos del Balance General; como activos, pasivos y valor patrimonial. Sin embargo, dejan de lado la importancia de la capacidad de las empresas para generar flujos futuros mismos que sí se visualizan en los métodos dinámicos. De ahí, la importancia de aplicar todas las metodologías para tener un criterio informado en la toma de decisiones dentro del mundo

de las finanzas corporativas y entender que todas las compañías son distintas y enfrentan diversos desafíos y realidades por lo que no existen fórmulas exactas.

Adicionalmente, tenemos la oportunidad de generar una visión completa que no sólo abarca el valor de la empresa a nivel financiero, sino que contempla el valor que representa la gobernanza, cultura organizacional, imagen corporativa y el compromiso con la sostenibilidad para la permanencia en el tiempo.

Tabla 53 Resumen métodos de valoración Cubiertos S.A.

MÉTODO	VALOR
Fondos propios	1.673.377,33
Valor ajustado	1.436.024,33
Valoración por liquidación	2.062.339,71
Valoración por reposición	4.758.910,60
Valoración por dividendos - CAMP	159.709,24
Valoración por dividendos - NODERFELASE	134.812,27
Flujo de caja descontado	6.165.024,43
Valoración por múltiplo	2.889.060,66

Nota: Resumen métodos de valoración Cubiertos S.A.

Tabla 54. Resumen métodos de valoración Empaques de Papel S.A.

MÉTODO	VALOR
Fondos propios	62.828,45
Valor ajustado	42.598,6
Valoración por liquidación	-299.296,4815
Valoración por reposición	1.162.650,48
Valoración por dividendos - CAMP	677.332,73
Valoración por dividendos - NODERFELASE	668.051,02
Flujo de caja descontado	2.72.194,69
Valoración por múltiplo	414.322,75

Nota: Resumen métodos de valoración Empaques S.A.

En la actualidad, las empresas que tienen bien establecida la gobernanza corporativa poseen un factor distintivo que les permite diferenciarse de la competencia. Por ello, al momento de

fusionarse por absorción Cubiertos S.A. desarrolla un plan que le permita integrar a las partes interesadas los mismos será fundamental para el crecimiento y expansión que genera este tipo de proceso. Por ello, la actualización de la misión, visión, organigrama y plan de comunicación permite consolidar un sentido de pertenencia en los colaboradores generando un clima laboral positivo y de mejora continua. Además, es indispensable la innovación en sostenibilidad ya que en la actualidad dicho tema genera mayor impacto a nivel social, atracción de inversores, reconocimiento en la imagen corporativa y posibles beneficios tributarios y financieros; sin dejar de lado nuestra responsabilidad corporativa con el medio ambiente y la sociedad.

Bibliografía

CFN. (2021). *CORPORACIÓN FINANCIERA NACIONAL*. Obtenido de

<https://www.cfn.fin.ec/wp-content/uploads/downloads/biblioteca/2023/fichas-sectoriales-1-trimestre/Ficha-Sectorial-Productos-de-plastico.pdf>.

Damodaran. (2025). *Damodaran Online*. Obtenido de

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html

Damodaran, A. (2025). *NYU Damodaran Online*. Obtenido de Financial Ratios and Measures:

https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/definitions.html

EMIS. (2025). Obtenido de EMIS: [https://www.emis.com/php/company-](https://www.emis.com/php/company-profile/EC/Empaqpel_SAS_es_13288067.html)

[profile/EC/Empaqpel_SAS_es_13288067.html](https://www.emis.com/php/company-profile/EC/Empaqpel_SAS_es_13288067.html)

Fernández, P. (2 de January de 2002). *ebookcentral*. Recuperado el 2025, de Valuation methods and shareholdeers value creation: [https://ebookcentral-proquest-](https://ebookcentral-proquest-com.ezbiblio.usfq.edu.ec/lib/usfq/reader.action?docID=297977&c=UERG&ppg=53)

[com.ezbiblio.usfq.edu.ec/lib/usfq/reader.action?docID=297977&c=UERG&ppg=53](https://ebookcentral-proquest-com.ezbiblio.usfq.edu.ec/lib/usfq/reader.action?docID=297977&c=UERG&ppg=53)

Fernández, P. (1 de Noviembre de 2008). *IESE Business School*. Recuperado el 2025, de

METODOS DE VALORACION DE EMPRESAS: https://www.iese.edu/es/wp-content/uploads/sites/2/2021/11/Metodos-valoracion-empresas-Pablo-Fernandez-IESE-DI-0771.pdf?utm_source=chatgpt.com

Jaramillo Betancurt, F. (1 de Junio de 2010). *eLibro*. (E. Ediciones, Ed.) Recuperado el 2025, de

Valoración de empresas: [https://0310s3ak7-y-https-elibro-](https://0310s3ak7-y-https-elibro-net.proxy.uide.edu.ec/es/ereader/uide/69142?page=6)
[net.proxy.uide.edu.ec/es/ereader/uide/69142?page=6](https://0310s3ak7-y-https-elibro-net.proxy.uide.edu.ec/es/ereader/uide/69142?page=6)

Mascareñas Perez-Iñigo, J. (2011). *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas*. Recuperado el 2025, de

https://gc.scalahed.com/recursos/files/r161r/w25558w/D1FZ110_S12_MASCARENA.pdf

Ministerio de Economía y Finanzas. (2025). *Ministerio de Economía y Finanzas*. Obtenido de

Ministerio de Economía y Finanzas: https://www.finanzas.gob.ec/ecuador-emite-usd-3-000-millones-en-bonos-soberanos/?utm_source

SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑIAS. (2025). *SUPERCIAS*. Obtenido de SUPERCIAS:

<https://appscvsgen.supercias.gob.ec/consultaCompanias/societario/informacionCompanias.jsf>