

Maestría en
Finanzas Corporativas

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

AUTORES:

Katherine Pachacama Cifuentes

Nayeli Lema Maigua

Sandra Maritza Jarrín Suango

Anabel Córdor Maisincho

Título del Trabajo de Titulación

Reestructuración financiera de Mabel Trading S.A. y búsqueda de inversores para Descuentón Outlet:
diseño de una estructura híbrida de financiamiento que optimice la monetización de inventarios y la
creación de valor a largo plazo

Quito, junio 2026

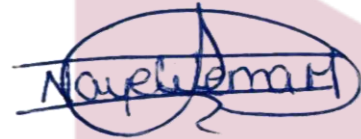
Certificación de autoría

Nosotros, **Katherine Pachacama Cifuentes, Nayeli Lema Maigua, Sandra Maritza Jarrín Suango y Anabel Córdor Maisincho**, 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.

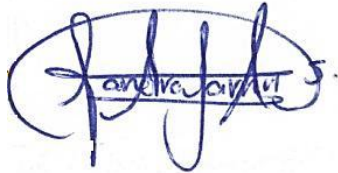
Cedemos nuestros derechos de propiedad intelectual a la Universidad Internacional del Ecuador (UIDE), para que sea publicado y divulgado en internet, según lo establecido en la Ley de Propiedad Intelectual, su reglamento y demás disposiciones legales.



Firma del graduando
Katherine Pachacama Cifuentes



Firma del graduando
Nayeli Lema Maigua



Firma del graduando
Sandra Maritza Jarrín Suango



Firma del graduando
Anabel Córdor Maisincho

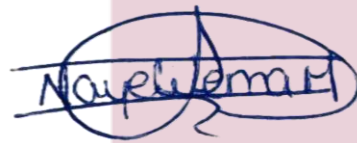
Autorización de Derechos de Propiedad Intelectual

Nosotros, **Katherine Pachacama Cifuentes, Nayeli Lema Maigua, Sandra Maritza Jarrín Suango y Anabel Córdor Maisincho**, en calidad de autores del trabajo de investigación titulado *Titulo del trabajo de investigación Reestructuración financiera de Mabel Trading S.A. y búsqueda de inversores para Descuentón Outlet: diseño de una estructura híbrida de financiamiento que optimice la monetización de inventarios y la creación de valor a largo plazo*, 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.

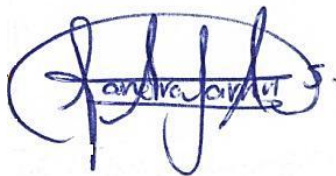
D. M. Quito, junio 2026



Firma del graduando
Katherine Pachacama Cifuentes



Firma del graduando
Nayeli Lema Maigua



Firma del graduando
Sandra Maritza Jarrín Suango



Firma del graduando
Anabel Córdor Maisincho

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, **José Antonio García Director/a EIG** y **Esteban Arias Maune Coordinador/a UIDE**, declaramos que los graduandos: **Katherine Pachacama Cifuentes, Nayeli Lema Maigua, Sandra Maritza Jarrín Suango y Anabel Cóndor Maisincho** son los autores exclusivos de la presente investigación y que ésta es original, auténtica y personal de ellos.

**GARCIA
FERNANDEZ
JOSE ANTONIO
- 44912924L**

Firmado digitalmente por: GARCIA
FERNANDEZ JOSE ANTONIO -
44912924L
DN: CN=GARCIA FERNANDEZ JOSE
ANTONIO, O=44912924L, SN=GARCIA
FERNANDEZ, G=JOSE ANTONIO,
SERIALNUMBER=IDCES-44912924L,
c=ES
Añadido Soy el autor de este documento.
Fecha 30/06/2020 17:16
Versión PDF gear 2.1.14

Director/a de la
Maestría en Finanzas Corporativas



Validar únicamente en FirmaRC.
Firmado electrónicamente por:
**ESTEBAN JOSE ARIAS
MAUNE**

Coordinador/a de la
Maestría en Finanzas Corporativas

DEDICATORIA

Dedicamos este trabajo a nuestras familias, quienes han sido nuestro apoyo más cercano y sincero durante todo este camino. A ustedes, que estuvieron presentes en los días de entusiasmo y también en aquellos momentos de cansancio, dudas y preocupación, les dedicamos este logro con profundo cariño y gratitud.

Gracias por su paciencia, por comprender el tiempo que muchas veces no pudimos compartir, por sus palabras de ánimo y por creer en nosotros incluso cuando el proceso se volvía difícil. Su amor y confianza nos dieron la fuerza necesaria para continuar y recordarnos que cada esfuerzo valía la pena.

Esta dedicatoria es, sobre todo, un reconocimiento a quienes caminaron junto a nosotros de distintas maneras. Este logro no nos pertenece únicamente como grupo, sino también a todas aquellas personas que nos sostuvieron, nos impulsaron y formaron parte de esta meta alcanzada con esfuerzo.

AGRADECIMIENTOS

Deseamos manifestar nuestra sincera gratitud a los docentes y tutores que nos acompañaron en este proceso. Su guía metodológica, rigor académico y generosidad al compartir su conocimiento fueron pilares fundamentales para fortalecer el análisis y dar claridad a esta investigación.

Nuestro reconocimiento se extiende a la institución, que nos proporcionó las herramientas esenciales para nuestra evolución profesional, fomentando un entorno de aprendizaje idóneo para el desarrollo de nuevas competencias.

Este trabajo es, fundamentalmente, el resultado de una colaboración genuina. Agradecemos el compromiso ético y la responsabilidad de cada miembro del grupo; la complementariedad de nuestras perspectivas nos permitió sortear las dificultades y enriquecer el resultado final.

RESUMEN

El presente trabajo de titulación tiene como objeto de análisis la situación financiera de Mabel Trading S.A., compañía ecuatoriana dedicada a la distribución de calzado y de artículos deportivos, así como de su unidad de negocio Descuentón Outlet. En el marco de esta revisión, surge que la compañía presenta un importante crecimiento entre 2023 y 2025, aunque dicho crecimiento se vio acompañado de tres presiones significativas. La primera de ellas está relacionada con el aumento del inventario, que pasó de USD 4.95 millones a USD 12.55 millones; en consecuencia, los días de inventario aumentaron de 107.7 a 165.7 y la rotación disminuyó de 3.39 a 2.20 veces por año. La segunda viene dada por el mayor apalancamiento: la razón deuda-patrimonio (D/E) pasó de 5.16x a 7.64x y la deuda financiera total aumentó de USD 4.66 millones a USD 14.42 millones. La tercera presión refleja la liquidez, con la razón corriente a cierre de 2025, 0.83x. Se profundizó el análisis a través de la metodología del Aprendizaje Basado en Problemas (PBL/ABP) al mismo tiempo que se apoyaba el trabajo en el modelo 3C3R de Hung (2009). Se establecieron comparaciones de los tres caminos: primero reestructurar la deuda; segundo, incluir inmediatamente un fondo de capital privado en Descuentón Outlet; por último, la aplicación de una estructura híbrida paralela. En la tercera alternativa se desarrolla una línea revolvente garantizada por un inventario, deuda mezzanine convertible y una aportación minoritaria por capital privado. La preparación incluye herramientas financieras y de decisiones: análisis horizontal y vertical, indicadores, WACC desde la óptica de NODERFELASE, valoración por Flujos de Caja Descontados, opciones reales con Black-Scholes, sensibilidad bidimensional, box o Montecarlo y la matriz multicriterio ponderada.

Mediante las hipótesis del modelo financiero, el DCF considera que el valor empresa se sitúa en torno a USD 50.36 millones y el valor objeto de nuestro Equity en USD 41.37 millones, dado que se toma una tasa de crecimiento perpetuo moderada del 2.5%. Si se incorporaran las opciones reales de expansión y abandono se obtiene un valor unitario de USD 4.38 millones, dando como resultado un Equity Value ajustado por opciones reales de USD 45.76 millones. La matriz multicriterio consensuada, define a la alternativa estructura híbrida como la que presenta mayor equilibrio (puntaje ponderado 4.40) frente a la alternativa de entrada inmediata del PE (3.75) y la reestructuración pura (3.40). Si se considera la labor académica el caso sirve como ejemplo de cómo se pueden llevar a cabo, con criterios de práctica, opciones reales y teoría de jerarquía de preferencias en el contexto de una empresa familiar de tamaño intermedio de retail ecuatoriano.

Palabras clave: reestructuración financiera, financiamiento híbrido, opciones reales, Aprendizaje Basado en Problemas, capital privado, ciclo de conversión de efectivo, monetización de inventarios, NODERFELASE.

ABSTRACT

My research will examine Mabel Trading S.A., an important wholesaler and retailer of both footwear and sporting goods in Ecuador, as well as its retail division Descuentón Outlet. The evidence indicates that between 2023 and 2025, Mabel Trading S.A. grew enormously; but the expansion created pressure on three areas of the company. First, Mabel Trading S.A.'s total inventory increased from 4.95M to 12.55M yielding an average of 107.7 to 165.7 days of inventory; additionally, Mabel Trading S.A. had an inventory turnover of 3.39 to 2.20 times per year. Second, Mabel Trading S.A. leveraged its operations using an increased amount of debt from 4.66 million dollars to 14.42 million dollars (debt equity ratio was measured from 2023 to 2025 moving from 5.16x to 7.64x, respectively). Third, in 2025 Mabel Trading S.A.'s liquidity ratio (current ratio) reached 0.83x meaning that liquid assets were less than total liabilities for the second year in a row. The research applied a problem-based learning (PBL) methodology using Hung's 3C3R model (2009) treating the case as an ill-structured problem per Jonassen's (1997) theory. The research compares three possibilities: prior debt restructuring before private equity (PE) enters immediately into Descuentón Outlet; PE will immediately enter Descuentón Outlet and hybrid structure having inventory secured revolver credit (secured line of credit), convertible mezzanine debt (converts at the maturity date), and/or a minority partnership with a PE. Methodological aspects of the research include horizontal/vertical analysis, liquidity/activity/leverage/profitability ratios, etc., weighted average cost of capital (WACC using the NODERFELASE model developed by Fernández, 2017), five-year Discounted Cash Flow (DCF) (Gordon terminal value based on prudent perpetual growth of two and one-half (2.5%) percent), Black-Scholes real options, two-dimensional sensitivity analysis (2D) Monte Carlo simulation, and weighted multi-criteria matrix.

Therefore, the DCF results were enterprise value of \$50.36M, a base equity value of \$41.37M, and a real option adjusted equity value of \$45.76M when expansion options and abandonment options were included. Additionally, the multi-criteria matrix confirmed that the hybrid structure (4.40) was superior to immediate PE entry (3.75) and pure restructuring (3.40) under reasonable fluctuations in independent variable proportion. The academic contribution is to understand that real options valuation and pecking order theory can be practically applied and contextually valid in a U.S. sized family owned company in the Ecuadorian retail sector.

Keywords: financial restructuring, hybrid financing, real options, problem based learning, private equity, cash conversion cycle, inventory monetization, NODERFELASE.

Índice

RESUMEN	8
ABSTRACT	9
CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN	12
1.1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA E IMPORTANCIA DEL ESTUDIO.....	12
1.2. PERFIL DE LA ORGANIZACIÓN.....	16
CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO Y METODOLÓGICO.....	19
2.1. TEORÍA DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL.....	19
2.2. TEORÍA DE LA SEÑALIZACIÓN E INFORMACIÓN ASIMÉTRICA.....	23
2.3. TEORÍA DE OPCIONES REALES.....	24
2.4. MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS	26
2.5. APRENDIZAJE BASADO EN PROBLEMAS (ABP/PBL)	29
2.6. METODOLOGÍA DE LA INVESTIGACIÓN.....	32
CAPÍTULO III: DIAGNÓSTICO FINANCIERO Y VALORACIÓN	35
3.8. VALORACIÓN POR OPCIONES REALES.....	53
3.9. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD Y ESCENARIOS.....	55
3.10. SÍNTESIS DEL DIAGNÓSTICO	59
CAPÍTULO IV: EVALUACIÓN DE ALTERNATIVAS Y DISEÑO DE LA ESTRUCTURA HÍBRIDA	60
4.1. PLANTEAMIENTO DE LAS TRES ALTERNATIVAS	60
4.2. COMPARACIÓN FINANCIERA DE LAS ALTERNATIVAS	63
4.3. MATRIZ MULTICRITERIO DE EVALUACIÓN	64
4.4. DISEÑO DETALLADO DE LA ESTRUCTURA HÍBRIDA	65
4.5. PLAN DE IMPLEMENTACIÓN Y MÉTRICAS DE SEGUIMIENTO	70
4.6. MATRIZ DE RIESGOS DEL PROYECTO	72
CAPÍTULO V: CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	76
5.1. CONCLUSIONES GENERALES.....	76
5.2. CONCLUSIONES ESPECÍFICAS	76
5.3. RECOMENDACIONES	78
REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	80
ANEXOS	84

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1 Principales cifras financieras de Mabel Trading S.A. 2023-2025 (USD).....	17
Tabla 2 Análisis horizontal del balance 2023-2025 (USD).....	35
Tabla 3 Análisis vertical del balance 2023-2025 (% sobre activo total)	37
Tabla 4 Análisis vertical del Estado de Resultados (% sobre ventas)	39
Tabla 5 Indicadores de liquidez 2023-2025	40
Tabla 6 Indicadores de actividad 2023-2025.....	41
Tabla 7 Indicadores de endeudamiento y solvencia 2023-2025	42
Tabla 8 Indicadores de rentabilidad 2023-2025	43
Tabla 9 Ciclo de conversión de efectivo 2023-2025 (días).....	46
Tabla 10 Cálculo del WACC para Mabel Trading S.A. (base 2025).....	48
Tabla 11 Supuestos de proyección 2026-2030	50
Tabla 12 Estado de resultados proyectado y FCFF 2026-2030 (USD)	51
Tabla 13 Cálculo del DCF y valor empresa (USD).....	52
Tabla 14 Parámetros y valoración de opciones reales (USD)	54
Tabla 15 Sensibilidad bidimensional del Equity Value (USD millones)	55
Tabla 16 Escenarios cualitativos pesimista, base y optimista	56
Tabla 17 Comparación financiera de las tres alternativas	63
Tabla 18 Matriz multicriterio: evaluación ponderada de las alternativas	64
Tabla 19 Términos económicos de la línea revolvente garantizada por inventario	66
Tabla 20 Términos económicos de la mezzanine convertible	67
Tabla 21 Términos del aporte de PE en Descuentón Outlet.....	68
Tabla 22 Cronograma de implementación de la estructura híbrida	70
Tabla 23 KPIs y covenants de seguimiento post-cierre.....	71
Tabla 24 Matriz de riesgos del proyecto y estrategias de mitigación.....	73

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 Estructura organizacional de Mabel Trading S.A.....	18
Figura 2 Modelo 3C3R de Hung (2009) aplicado al problema de Mabel Trading	30
Figura 3 Descomposición DuPont del ROE 2023-2025	44
Figura 4 Componentes del ciclo de conversión de efectivo: 2023 vs 2025	46
Figura 5 Distribución de probabilidad del Equity Value (Monte Carlo, 10,000 iteraciones).....	58
Figura 6 Arquitectura de la estructura híbrida propuesta.....	62
Figura 7 Cronograma de implementación en tres fases	69

CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN

1.1. Planteamiento del problema e importancia del estudio

1.1.1. Definición del proyecto

Mabel Trading S.A. es una empresa ecuatoriana del sector comercial que se dedica a la distribución y venta al por mayor de calzado, ropa deportiva y accesorios. Participa también en un segmento de la venta al por menor a través de su unidad Descuentón Outlet, la que ocupa un lugar central en la propuesta financiera del presente trabajo. La empresa está registrada en la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros del Ecuador a través del expediente 151044 y del RUC 1791915313001. En el periodo 2023-2025, la empresa Mabel Trading S.A. tuvo una expansión importante, pues la empresa pasó de tener ingresos ordinarios de USD 32,38 MM a USD 54,36 MM, lo cual equivale a un crecimiento acumulado de 67,9 % en sólo dos años. En el mismo periodo, el activo total pasó de USD 18,01 MM a USD 40,74 MM, con unas variaciones interanuales de 49,9 % en 2024 y 50,8 % en 2025.

El crecimiento, si bien es positivo desde la perspectiva de ventas y escala, permite evidenciar tres señales que justifican la necesidad del proyecto. La primera es la acumulación de inventarios: las existencias pasaron de USD 4.95 millones a USD 12.55 millones, es decir, 153.5 % en 2 años. Ello influyó en que los días de inventario pasaron de 107.7 a 165.7 y redujo la rotación de 3.39 a 2.20 veces al año. La segunda señal tiene que ver con el mayor apalancamiento financiero: la deuda total pasó de USD 4.66 millones a USD 14.42 millones, la razón D/E pasó de 5.16x a 7.64x, y los gastos financieros crecieron de 2.7 % a 3.9 % de los ingresos. La 3ra señal se vincula con la liquidez: el ratio corriente pasó de 0.88x a 0.83x; la prueba ácida de 0.48x a 0.35x; y el capital de trabajo neto pasó de USD-1.55 millones a USD-4.41 millones. La dirección de Mabel Trading se enfrenta ante esta situación a la necesidad de tomar una importante decisión financiera, como es la de modificar cómo financiar el capital de trabajo y el crecimiento, sin incrementar la dependencia de la deuda en términos tradicionales. 1ra opción, reestructurar la deuda actual a través de extender plazos, modificar tipos de interés y, además, acordar periodos de gracia hasta el momento en el cual puedan

acudir a una eventualidad de entrante inversión por parte de inversionistas externos. 2da opción, antes de que intervenga un fondo de capital privado regional como por ejemplo un aporte de Equity por USD 6-10 millones a cambio de una participación importante en Descuentón Outlet, fortaleciendo el patrimonio, aunque también reducir la valoración y el control. La tercera alternativa es una estructura híbrida análoga a la anterior que conjuga una línea revolvente garantizada por la existencia de inventario, deuda mezzanine convertible y un porcentaje minoritario de capital privado (PE) emplazados en un cronograma explícito.

Las tres alternativas son factibles, pero ninguna es fácil ni gratuita. Las tres fuentes se vinculan de forma característica con el coste de capital, la dilución, el control familiar, la capacidad de refinanciar y el tiempo de desarrollo. Por tanto, la respuesta no puede extraerse de ninguna fórmula financiera. El caso corresponde a un caso de problema mal estructurado en términos de Jonassen (1997) ya que requiere ponderar criterios y trabajar con información disponible no perfecta, y generar una recomendación construida a partir de evidencia. Esta situación encaja perfectamente dentro del ámbito de Aprendizaje Basado en Problemas (ABP/PBL) y también con el modelo 3C3R de Hung (2009).

1.1.2. Naturaleza o tipo de proyecto

Este trabajo es una investigación aplicada, con un enfoque mixto y alcance descriptivo-propositivo. Es aplicada porque enfrenta un problema concreto de una empresa específica. Es mixta porque articula herramientas cuantitativas -ratios financieros, DCF, simulación Monte Carlo, opciones reales- y criterios cualitativos como la matriz multicriterio, la lectura del entorno o la evaluación de la gobernanza. Es descriptivo-propositiva porque primero caracteriza a la situación financiera, a partir de datos verificables y después elabora una estructura de financiamiento sustentada técnico y metodológicamente.

El enfoque de ABP/PBL busca que la recomendación no surja de una respuesta adaptada, sino que sea el resultado del análisis progresivo de la propia evidencia. Por tal razón, las tres alternativas se tratan como una hipótesis de solución y se llevan a cabo su comparación después de realizar y

completar el diagnóstico financiero, la valoración y la matriz multicriterio. Esta lógica coincide con Hung (2009) para quien un problema PBL bien diseñado debe dar la posibilidad de seguir varias rutas como solución y demandar razonamiento para escoger la más adecuada.

1.1.3. Objetivos

1.1.3.1. *Objetivo general*

Conformar una estructura híbrida de financiamiento de Mabel Trading S.A. y su unidad de negocio Descuentón Outlet que sirva para mejorar el proceso de monetización de los inventarios, reducir el efecto de la presión del ciclo de conversión de efectivo y aumentar la creación de valor en el largo plazo. La propuesta de financiamiento surge de un diagnóstico financiero de la empresa que incluye valoración por Flujos de Caja Descontados y valoración por Opciones Reales; además se incluye una matriz multicriterio en la cual comparan la propuesta y otras opciones de financiamiento.

1.1.3.2. *Objetivos específicos*

- Diagnosticar la situación financiera actual de Mabel Trading S.A. con análisis horizontal y vertical de los estados financieros comparados de los años 2023-2025 e indicadores de liquidez, actividad, endeudamiento y rentabilidad identificando cuáles son las causas raíces de deteriorar el ciclo operativo y el acortamiento de la liquidez.
- Construir el marco teórico que justifique la decisión de estructura de capital que se integran teoría de la estructura de capital (Modigliani-Miller, trade off, order pecking), teoría de la señalización (Ross, Leland-Pyle), teoría de opciones reales (Trigeorgis, Dixit-Pindyck) y metodología ABP/PBL (Barrows, Hmelo-Silver, Hung).
- Estimación del WACC mediante CAPM clásico y la metodología NODERFELASE de Fernández (2017) adaptado a la realidad ecuatoriana y estimación del valor de la empresa por Flujos de Caja Descontados con Gordon terminal value y complementación con valoración por las opciones reales (expansión y abandono) mediante Black-Scholes.

- Evaluar mediante matriz multicriterio ponderada de 8 criterios las tres alternativas de financiamiento (reestructuración previa, entrada de PE inmediata y estructura híbrida paralela) en función de capital captado, coste financiero, control accionario, velocidad de implementación, gobernanza, flexibilidad operativa, riesgo de ejecución y alineación estratégica.
- Proponer la estructura híbrida óptima con su correspondiente análisis de sensibilidad bidimensional, escenarios cualitativos y plan de implementación en secuencia y definición de KPIs y covenants para el seguimiento post-cierre.

1.1.4. Justificación e importancia del trabajo

La justificación del trabajo se aplica en tres ámbitos. A nivel académico, la investigación muestra cómo teorías usadas para mercados de capitales más profundos, como las opciones reales y jerarquía de las preferencias, pueden ser aplicadas a una empresa familiar mediana del Ecuador. Dado que la Bolsa de Valores de Quito tiene baja profundidad y que el financiamiento empresarial depende en gran parte de la banca comercial, es necesario utilizar metodologías adaptadas al contexto local como NODERFELASE, para intentar conseguir estimaciones de los costos de capital más acordes.

A nivel empresarial, el trabajo otorga a Mabel Trading una herramienta de decisión cuantitativa y replicable. El modelo financiero permite simular escenarios, estresar los supuestos y clasificar alternativas desde criterios objetivos. La necesidad es precisa, a finales de 2025 la razón corriente se situaba en el valor de 0.83x y la cobertura de intereses en el valor de 3.25x. Si bien estos índices todavía no manifiestan incumplimiento técnico, sí evidencian margen de maniobra reducido ante choques externos, como una disminución en el consumo, encarecimiento del crédito o cambios en las condiciones comerciales de los proveedores.

A nivel metodológico, el trabajo lleva la práctica del ABP/PBL a cabo en un caso real con datos verificables, alternativas no dominadas y una decisión que hay que argumentar con evidencias. En contraste con un caso académico cerrado, en este caso no existe una única respuesta correcta desde la partida. La propuesta es nutrirse a partir del diagnóstico, la valoración y la comparación

multicriterio que permite unir el aprendizaje de un posgrado con una solución práctica para una empresa del entorno ecuatoriano.

1.2. Perfil de la organización

1.2.1. Nombre, actividades, mercados servidos y principales cifras

1.2.1.1. *Nombre de la empresa*

La sociedad anónima ecuatoriana que en la actualidad opera bajo el nombre de Mabel Trading S.A., la cual se encuentra debidamente registrada, corresponde a una compañía que está suscrita al Etiqueta de Comercio Único (RUC) con el número 1791915313001 e inscrita ante la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros del Ecuador. Dicha compañía lleva a cabo actividades económicas mediante la marca registrada Descuentón Outlet, la cual actúa como su canal principal de venta a consumidores finales.

1.2.1.2. *Actividades y mercados servidos*

La empresa pertenece al sector de comercio al por mayor y al por menor. Su actividad principal es la distribución y comercialización de calzado, ropa deportiva, accesorios y artículos de moda. Atiende dos canales: el mayorista (B2B), dirigido a tiendas independientes, cadenas regionales y operadores institucionales; y el minorista propio (B2C), operado bajo la marca Descuentón Outlet. Geográficamente, la presencia se concentra en las principales ciudades del Ecuador, con participación creciente en Quito y Guayaquil. Descuentón se posiciona como un outlet de descuento, orientado a consumidores que buscan marcas reconocidas a precios accesibles.

1.2.1.3. *Principales cifras financieras 2023-2025*

La Tabla 1 sintetiza las principales magnitudes financieras de la empresa para los ejercicios 2023, 2024 y 2025, basadas en los estados financieros auditados publicados en la Superintendencia de Compañías y consolidados en la hoja Datos_Insumo del modelo financiero integral.

Tabla 1*Principales cifras financieras de Mabel Trading S.A. 2023-2025 (USD)*

Concepto	2023	2024	2025	Var. 2023-2025
Ingresos por ventas	32,380,163	40,178,141	54,357,343	+67.9 %
EBITDA	4,737,667	6,084,078	8,743,894	+84.6 %
EBIT	3,530,552	4,546,231	6,927,267	+96.2 %
Utilidad neta	1,691,585	2,043,522	3,148,618	+86.1 %
Activo total	18,011,951	27,008,370	40,735,899	+126.2 %
Inventarios	4,952,658	8,678,056	12,553,190	+153.5 %
Deuda financiera total	4,659,081	9,894,568	14,417,082	+209.4 %
Patrimonio	2,922,697	4,446,220	4,717,117	+61.4 %
Razón corriente	0.88x	0.87x	0.83x	-5.1 %
Margen EBITDA	14.6 %	15.1 %	16.1 %	+1.5 p.p.
ROE	57.9 %	46.0 %	66.7 %	+8.8 p.p.

Nota. Elaboración propia con base en estados financieros 2023-2025 publicados en Superintendencia de Compañías. La deuda financiera total agrupa la deuda financiera de corto plazo y de largo plazo. Modelo financiero, hoja Datos_Insumo.

1.2.2. Misión, visión y valores

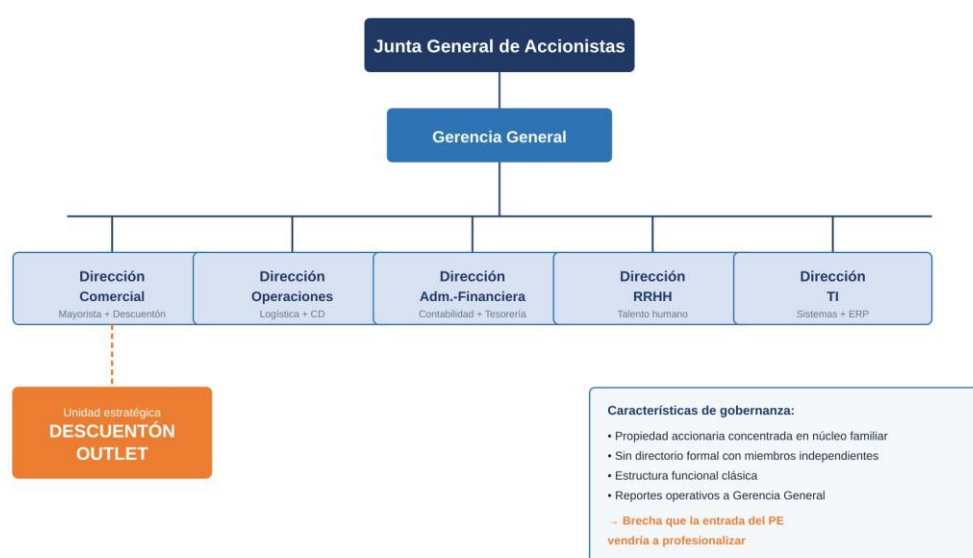
La misión declarada de Mabel Trading es ofrecer al consumidor ecuatoriano un acceso amplio y conveniente a calzado y ropa deportiva de marca a precios accesibles, sirviendo como puente entre las grandes marcas internacionales y el cliente final mediante una operación logística eficiente y un compromiso con la calidad del servicio. La visión apunta a consolidar a Descuentón Outlet como la

principal cadena de outlets de descuento del Ecuador en los próximos cinco años, expandiendo la cobertura geográfica y digitalizando el canal de venta. Los valores corporativos declarados son responsabilidad, transparencia, eficiencia operativa y compromiso con el cliente.

1.2.3. Estructura organizacional

La empresa mantiene una estructura funcional encabezada por la Gerencia General. De esta dependen cinco direcciones: Comercial, Operaciones y Logística, Administrativa-Financiera, Recursos Humanos y Tecnología de la Información. La propiedad accionaria se concentra en un núcleo familiar, rasgo frecuente en empresas medianas del retail ecuatoriano. La principal brecha de gobernanza identificada es la ausencia de un directorio formal con miembros independientes; por ello, la entrada de un fondo de PE dentro de la estructura híbrida también se considera una oportunidad para profesionalizar la toma de decisiones y fortalecer los controles internos.

Figura 1
Estructura organizacional de Mabel Trading S.A.



Nota. Elaboración propia con base en información organizacional de Mabel Trading S.A. La unidad estratégica Descuentón Outlet se destaca por ser el foco de la propuesta de financiamiento.

CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO Y METODOLÓGICO

2.1. Teoría de la estructura de capital

2.1.1. Las proposiciones de Modigliani-Miller

Las proposiciones de Modigliani y Miller (1958, 1963) son el punto de partida moderno del estudio de la estructura de capital. La proposición I de 1958 establece que, bajo supuestos de mercados perfectos, ausencia de impuestos y ausencia de costos de transacción, el valor de la empresa es independiente de su estructura de capital: dos empresas idénticas en sus activos y flujos esperados deben tener el mismo valor, sin importar cuánta deuda o Equity utilicen para financiarse. La segunda proposición expresa que el costo del Equity aumenta linealmente al realizarse apalancamiento, compensándose con el menor costo de la deuda y con un WACC constante. La revisión de 1963 incluye el escudo fiscal que proporciona la deuda y reconoce que el endeudamiento crea valor cuando los intereses son deducibles. En el límite teórico, llegamos a una estructura óptima de 100 % de deuda.

No obstante, este resultado teórico no se observa empíricamente. Esto se puede entender porque el modelo de M&M de 1963 desatiende los costes de quiebra y los costes de agencia e, incluso, la información asimétrica, elementos que actúan como fuerzas contrarias al beneficio fiscal. Las teorías posteriores trade-off, agencia, pecking order y señalización son teorías construidas para incluir estos conceptos.

Las proposiciones formuladas por Modigliani y Miller (1958, 1963) constituyen el inicio contemporáneo del análisis de la estructura de capital. La proposición I de 1958 explica que en un entorno de mercado perfecto, sin impuestos y sin costes de transacción, la valoración de la empresa resulta independiente de su estructura de capital: dos empresas cuyo patrimonio sea idéntico así como sus activos y sus flujos esperados tendrán que tener el mismo valor por mucho que una utilice más deuda para financiarse y la otra apalanque más su capital. La proposición II explica que el coste del Capital Own crece de modo lineal a medida que aumenta el apalancamiento (leverage) para igualar exactamente el menor coste de la deuda, y que por tanto, el WACC permanece constante

para arrebatar el valor equivalente. La proposición II de la revisión de 1963 asume ya la deducción fiscal de los intereses refinando el resultado inicial (proponiendo que, bajo condiciones con impuestos de sociedades, el apalancamiento permite que las empresas creen valor gracias a la deducción de los intereses). En este límite teórico máximo, se obtendría la construcción óptima (100 %) de deuda, que sin embargo no puede observarse de forma empírica. Tal extremo tiene su razón de ser porque ignora el contexto de quiebra, costes de agencia e información asimétrica con respecto a sus variables que actúan en sentido contrario a resultar en el beneficio fiscal, razón de ser por tanto de las teorías posteriores —trade-off, agencia, pecking order y señalización— construidas precisamente para integrar este tipo de elementos.

Las proposiciones modigliani-miller servirán de base para saber si la forma en que se financia Mabel Trading crea o no valor. Los supuestos de los que parte el modelo no se cumplen plenamente en el mercado ecuatoriano, pero permiten situar las imperfecciones relevantes para el caso: impuestos, coste de quiebra, costes de agencia o información asimétrica. De este modo, el modelo M&M permitirá utilizar el escudo fiscal en la fórmula WACC y que la discusión no se limite a una simple comparación de tasas nominales.

2.1.2. Teoría del trade-off

La teoría del trade-off (Kraus y Litzenberger, 1973; Myers, 1984) establece que la empresa tiene una estructura óptima de capital tal que, en ella, el beneficio marginal del escudo fiscal por deuda adicional es igual al costo marginal de los costes esperados por dificultades financieras. Dichos costes pueden ser directos (honorarios legales y honorarios de asesoría, pérdidas por realizar descuentos muy drásticos en una venta forzada de activos) o indirectos (pérdida de los clientes y de proveedores, dificultad para la correcta retención de empleados clave, decisiones sub-óptimas de la alta dirección, etc.). En momentos en los que empresas con activos tangibles elevados y flujos predecibles y/o estables, la resistencia frente a crisis financieras es elevada, es difícil prever que se produzcan costes por dificultades, ya que sus activos tienen que tener un valor de recuperación más

elevado que aquellos que tienen una relación de activos más elevada como los casos en los que los activos son más intangibles que tangibles.

Las proposiciones de Modigliani-Miller son suficientemente útiles para el análisis de si la estructura de financiamiento que aplica la empresa Mabel Trading genera o no valor. Y en este marco, los supuestos iniciales que infunden las bases del modelo no se verifican perfectamente en el caso ecuatoriano, no obstante, si ayudan a determinar las imperfecciones que juegan un papel importante en el caso: impuestos, costes de quiebra, costos de agencia e información asimétrica, y en este sentido, el marco M&M permite incluir el escudo fiscal en el WACC y que la conversación no sea simplemente una comparación de tasas nominales.

La deuda óptima tiende a ser mayor; en empresas con activos intangibles predominantes y flujos volátiles, la deuda óptima es menor. Mabel Trading, que tiene entre el 28-32 % de activos intangibles sobre el total y desarrolla su actividad en el sector retail, que está expuesto a variaciones del consumo, la teoría sugiere una interpretación cautelosa del apalancamiento agresivo.

En el caso de Mabel Trading, esta teoría ayuda a interpretar con mayor cuidado el nivel de deuda alcanzado; en un caso en el que al cierre de 2025 presenta una razón D/E de 7.64x parece ocupar el espacio superior a aquel en el que el proceso de deducción fiscal de la deuda compensa los costes esperados de dificultad financiera. Esta lectura apoya la inclusión de instrumentos en los que la deuda bancaria tradicional esté no sea la única opción de financiación, como la mezzanine convertible y el minoritario de capital privado.

2.1.3. Teoría de la jerarquía de preferencias (pecking order)

La teoría del pecking order, enunciada por Myers (1984) y Myers y Majluf (1984), parte del problema de la información asimétrica que existe entre la dirección de la empresa y los inversionistas externos. La teoría establece que las empresas tienen un orden de preferencia al momento de financiarse, basado en el principio de menor costo y menor asimetría de información.

El caso en que la dirección tiene información privada favorable que hace referencia al valor de la empresa provoca que, al emitir Equity nuevo, se señale implícitamente una sobrevaloración (ya que sólo se emitirían acciones cuando el mercado las valora por encima de su valor intrínseco). Para evitar este coste asociado a la selección adversa, las empresas siguen en la práctica una jerarquía de fuentes de financiación, de forma que primero se decantan por recursos internos (utilidades retenidas) luego por la deuda y sólo por último por la emisión de Equity nuevo. La evidencia empírica para Estados Unidos y para Europa da soporte a esta jerarquía (Frank & Goyal, 2009), pero su traslado a empresas familiares en mercados emergentes muestra matices, ya que la poca profundidad de los mercados de capitales locales y la concentración de la propiedad reducen las posibilidades de tener Equity externo, reforzando así la preferencia por la deuda.

En el caso de Mabel Trading, la teoría del pecking order acaba traducéndose en una secuencia práctica de financiación, primero son las fuentes con menor coste de la información: utilidades retenidas y líneas de garantizada, luego la incorporación de cuasi-deuda (como el mezzanine convertible), y finalmente aceptar Equity externo en una proporción controlada. Este planteamiento con el objetivo de captar recursos sin tener que arriesgar en demasía el control familiar y a condición de no perder el control por una dilución excesiva en una fase de tensión de caja.

2.1.4. Costos de agencia

Jensen y Meckling (1976) formalizan el concepto de costos de agencia que brota de la separación entre control y propiedad: la deuda se convierte en un mecanismo disciplinador: los pagos contractuales obligan a la dirección a generar un flujo de caja suficiente, impidiendo así la inversión en proyectos de NPV negativa (problema de la sobreinversión). No obstante, el alto ratio de deuda puede provocar incentivos contrapuestos —el riesgo moral de un efecto de traslación de riqueza desde los acreedores hacia los accionistas mediante proyectos de alta varianza— y costes de control. En las empresas familiares, los costos de agencia entre la dirección y los accionistas son bajos (normalmente coinciden), aunque sí pueden existir entre los accionistas familiares

mayoritarios versus los minoritarios externos, lo que es algo directamente relacionado con la alternativa B (la entrada inmediata de PE) de este estudio.

El trade-off, el pecking order y los costos de agencia dan soporte y complementan la estructura híbrida planteada. El trade-off nos advierte sobre el peligro de incrementar deuda; el pecking order nos proporciona la secuencia a seguir para captar recursos; los costos de agencia justifican incluir covenants, reporting trimestral, KPIs, reglas de gobernanza para alinear a accionistas, acreedores e inversores externos

En este sentido, el pacto de accionistas y los contratos financieros no tienen que ser considerados estrictamente como una formalidad. Cada una de las cláusulas presentadas debería responder a un riesgo concreto. La cláusula del acuerdo de los acreedores debería tener el objetivo de proteger a los acreedores; la cláusula que evite decisiones de los directores que no beneficien a la minoría inversora debería garantizar que la dirección mantenga una disciplina operacional en la ejecución de la propuesta.

2.2. Teoría de la señalización e información asimétrica

La teoría de la señalización financiera de Ross (1977), y de Leland y Pyle (1977), está completamente fundamentada en que las decisiones financieras de la compañía funcionan como señales que comunican al mercado aquella información que la misma no puede transmitir: la estructura de capital, la política de dividendos y la elección de instrumentos de financiamiento son señales costosas: solo las empresas con perspectivas verdaderamente buenas pueden sostener altos niveles de deuda sin caer en distress. Por consiguiente, en mercados con asimetrías de la información, las empresas de alta calidad utilizan deuda concretamente como mecanismo de señalización, y, por el contrario, las empresas de baja calidad no se endeudan para no enfrentarse a la quiebra.

Y este mismo procedimiento nos sirve para establecer la comparación de alternativas. Emitir Equity puro puede ser una mala señal de presentar una necesidad urgente de capital y hacer caer la valoración de Descuentón Outlet. En comparación, una estructura del tipo mezzanine convertible es

adecuada para emitir la señal de mayor equilibrio: la empresa sigue teniendo obligaciones de pago, pero deja la puerta abierta para que el inversor forme parte del crecimiento futuro si la unidad de negocio cumple con las expectativas crecidas.

En el caso del proyecto, la señalización no se utiliza como referencia teórica, sino como criterio de diseño financiero. La elección de la mezzanine convertible, que presenta un 12 % en cash y un 4 % en PIK (ver el Capítulo IV, sección 4.4.2), da la oportunidad de evidenciar capacidad de generación de caja sin llevar inmediatamente a una dilución excesiva del Equity. Siguiendo a Ross (1977), un instrumento que sirva deuda exigente solo tiene lugar si hay suficiente flujo. La motivación que ha llevado a darle un peso importante a la gobernanza y a la señalización es que la alternativa híbrida supera a la entrada inmediata de PE no obstante que ambas son capaces de captar recursos importantes.

2.3. Teoría de opciones reales

2.3.1. Fundamentos teóricos

La teoría de opciones reales de Trigeorgis (1996) y de Dixit & Pindyck (1994) señala que se puede utilizar el aparato analítico adoptado para estudiar las opciones financieras el de las decisiones de inversión en opciones reales en la toma de decisiones relacionadas con bienes reales. Para ellos, la opción real es el derecho, aunque no la obligación de tomar decisiones de los que dependen las gerencias (expandir un proyecto o no, abandonarlo o mantenerlo, diferir un proyecto o no o condensarlo), sobre un activo o sobre un proyecto subyacente. Dicho valor de la flexibilización de las gerencias queda omitido en el modelo DCF convencional, el cual, por su forma de ser, parte de la idea de que las decisiones de inversión son rígidas y que al ser adoptadas se llevan a cabo inalteradas. Cuando la incertidumbre es alta y se desarrolla en un horizonte largo, la flexibilidad de las gerencias puede responder a una parte significativa del valor total del proyecto.

La valoración convencional de las opciones reales se apoya en las herramientas propias de la valoración de las opciones financieras: el modelo de Black-Scholes-Merton para las opciones

europas, la fórmula de árboles binomiales (Cox, Ross y Rubinstein) para las opciones americanas y métodos de simulación de Monte Carlo cuando las opciones son compuestas o dependen de trayectorias. La analogía financiera-real requiere de un correcto reconocimiento de los seis parámetros: el valor del activo subyacente (S), el precio de ejercicio K , la vida de la opción (T), la volatilidad de los retornos (σ), la tasa de interés sin riesgo (r) y los dividendos o flujos perdidos durante la vida de la opción (q).¹

Para el presente proyecto, las opciones reales permiten valorar un elemento que tradicionalmente no recoge el DCF con suficiente precisión: la flexibilidad para decidir a posteriori. En el contexto incierto ecuatoriano: consumo discrecional muy volátil, cambios regulatorios y exposición a importaciones; un plan rígido puede subestimar el valor de las decisiones futuras. Por ello, la opcionalidad de Descuentón Outlet se expresa en términos monetarios y se vincula con cláusulas contingentes del pacto de accionistas.

2.3.2. Aplicación al problema de Mabel Trading

En este trabajo se identifican dos opciones reales que se pueden considerar relevantes para Descuentón Outlet. La primera es una opción de expansión: dado que, si el negocio de la unidad alcanzara una determinada cifra de ventas y márgenes, al cabo del periodo que se ha proyectado hasta el momento, la empresa tendrá el derecho de realizar la inversión para abrir los cuatro puntos de venta de Quito y Guayaquil, los cuales producen a su vez, un valor presente esperado de USD 8.0 millones y por temas de inversión adicional de USD 6.5 millones. Esta opción se valora mediante la utilización del modelo de Black-Scholes adaptado, determinando como única variable el caso de la volatilidad, de un valor anualizado del 45% consistente con sectores retail de los emergentes (Damodaran, 2024) y un horizonte de tres años, coincidente con el periodo explícito del DCF. La segunda opción es una opción de abandono: dado que, si la unidad produce pérdidas, continuar con la actividad de la unidad se vuelve insostenible, y la empresa puede proceder a liquidar el negocio

¹ Black, F. y Scholes, M. (1973). The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy*, 81(3), 637-654; Merton, R. (1973). Theory of Rational Option Pricing. *Bell Journal of Economics and Management Science*, 4(1), 141-183. Ambos referentes fundacionales de la teoría moderna de valoración de opciones.

recuperando, en tal caso, el valor residual de los pedidos y del resto de los activos físicos del negocio. Para valorizar esta opción se considera el modelo como un put europeo con un valor del activo subyacente de USD 2.5 millones (valor de liquidación), un precio de ejercicio de USD 3.5 millones (valor de uso continuado), una volatilidad del 35% y un horizonte de 2 años. En la sección 3.8 se presentan los detalles cuantitativos.

La aplicación de las opciones reales supone uno de los aportes metodológicos de este proyecto. El DCF tradicional puede ser inadecuado para valorar inversiones sujetas a incertidumbre y flexibilidad en la gerencia, y estas circunstancias son las que se dan en Mabel Trading por la existencia de la volatilidad en el consumo discrecional que se presenta en su sector y por el hecho de que la compañía tiene la posibilidad de abarcar Descuentón Outlet en nuevas ciudades. En la sección 3.8 se estima que las opciones de expansión y abandono agregan USD 4.38 millones al Equity Value, efecto material sobre la valoración. Además, el reconocimiento de la opción de expansión respalda una cláusula clave del pacto de accionistas: la inversión adicional solo se ejecutaría si se cumplen KPIs operativos previamente definidos.

2.4. Métodos de valoración de empresas

2.4.1. Flujos de Caja Descontados

El método de Flujos de Caja Descontados (DCF) se basa en la premisa de que el valor de un activo es igual al valor presente de los flujos de caja futuros que se espera obtendrá, descontados a una tasa que refleje el riesgo asumido (Damodaran, 2012). Para las empresas en marcha, la metodología más utilizada es FCFF/free cash flow to the firm, que se puede calcular con la fórmula NOPAT+ amortización y depreciación —inversión en capital de trabajo — Capex. La metodología de descuento -la tasa de descuento- aplicada será el WACC. El horizonte de proyección usualmente está entre 5 años (Pereiro, 2002) y un valor terminal calculado con la fórmula de Gordon o múltiplo de salida. La fórmula de Gordon del Valor Terminal establece el crecimiento perpetuo a una tasa constante (g) y se expresa como $VT = FCFF \times (1 + g) / (WACC - g)$. Técnica y formalmente, g debe ser menor que el WACC y no ser superior al crecimiento nominal sostenible de largo plazo de

la economía base (Brealey, Myers & Allen, 2020) porque, de lo contrario, la empresa crecería indefinidamente por encima de la economía. En el caso de Ecuador, la Tasa de Crecimiento de Largo Plazo (TCLP) oficialmente conocida como la del Banco Central del Ecuador, señalada en el Boletín No. 6 de enero de 2026, está estimada en un 2.2 % real promedio para el periodo 2025-2026; y añadiendo una inflación estructural de largo plazo de 1.0 %-1.2 %, el crecimiento nominal sostenible se sitúa en un margen de 3.3 %-3.4 %. Debido a esto, este trabajo adopta una *g* prudente en el centro de la estimación de un 2.5 %, que supera a la TCLP real ya que reconoce parcialmente el componente inflacionario, pero se encuentra por debajo del límite nominal por razones de no sobreestimar el Valor Terminal. La tasa de un 3.5 % se guarda como escenario optimista en el análisis de sensibilidad bidimensional.

El DCF es el principal método de valoración, pues conecta los flujos futuros esperados y el riesgo asumido por los inversionistas. En este caso, sus resultados funcionan como una línea de partida, para soportar una negociación con un fondo potencial de PE, fijar la banda del Equity Value o ayuda en el precio de conversión del instrumento mezzanine. Eso justifica que el DCF no se trataría de un sencillo ejercicio académico, sino de un medio que resulta de utilidad para la estructura financiera que se presenta en este trabajo.

2.4.2. Estimación del WACC y métodos para empresas no cotizadas

El costo promedio ponderado de capital (WACC) se calcula como $WACC = (E/V) \times K_e + (D/V) \times K_d \times (1 - t)$, donde *E* es el valor de mercado del patrimonio, *D* es el valor de la deuda, *V* = *E* + *D*, *K_e* es el costo del Equity, *K_d* es el costo de la deuda y *t* es la tasa impositiva. La evaluación del *K_e* es el componente más complejo de todos ellos. Según el modelo de valoración CAPM (Sharpe, 1964), $K_e = R_f + \beta_E \times (R_m - R_f)$, pero hay que tener en cuenta que *R_f* es la tasa libre de riesgo, *R_m* el rendimiento esperado del mercado y β_E la beta apalancada del Equity (una medida del riesgo sistemático no diversificable). En lo que respecta a las empresas no cotizadas, se estima β_E a partir de comparables sectoriales (Damodaran, 2024) y se ajusta por la estructura de capital propia.

La metodología NODERFELASE de Fernández (2017) extiende el CAPM al contexto de mercados emergentes. Para Ecuador, dada la baja profundidad de la BVQ y la importancia del riesgo país (medido por el EMBI), Fernández propone un K_e ajustado que suma una prima de riesgo país adicional: $K_e_NODER = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + RP$. Este enfoque captura explícitamente factores específicos del entorno que el CAPM tradicional no recoge: prima de riesgo país, iliquidez accionaria, concentración del riesgo de tipo de cambio, y exposición a importaciones. Este trabajo aplica la metodología NODERFELASE como método primario de estimación del K_e por considerarla más adecuada al contexto ecuatoriano que el CAPM puro.²

La elección de NODERFELASE como método principal para estimar el costo del Equity es una decisión clave de prudencia metodológica. Frente al CAPM clásico, el K_e NODERFELASE aumenta de 12.90 % a 24.12 %, una diferencia de 11.22 puntos porcentuales (1,122 puntos básicos). A nivel de WACC, la diferencia frente al CAPM es de 2.77 puntos porcentuales (277 puntos básicos). Este ajuste reduce la valoración, pero la vuelve más defendible ante un inversionista que evalúe el riesgo país y la baja profundidad del mercado ecuatoriano.

2.4.3. Comparables y múltiplos

La valoración por comparables (multiple valuation) parte del principio de que activos similares deben tener precios similares. Los múltiplos más utilizados son EV/EBITDA, EV/Sales, P/E y P/B (Damodaran, 2012). En el contexto del retail outlet ecuatoriano, la disponibilidad de comparables locales es muy limitada, por lo que se recurre a comparables regionales del segmento retail special lines de mercados emergentes y a benchmarks como PriceSmart, que proporcionan referencias de múltiplos típicos. El método de comparables se utiliza en este trabajo como contraste de razonabilidad del valor obtenido por DCF, no como método primario, dadas las limitaciones de comparabilidad.

² Pablo Fernández, profesor del IESE Business School, propuso la metodología NODERFELASE (Normal Discount Rate For Emerging Markets) como ajuste sistemático del CAPM al contexto de mercados emergentes, incorporando una prima explícita por riesgo país medida por el EMBI. Véase Fernández, P. (2017), *Valuation and Common Sense*, 6.ª ed., IESE Business School Press.

La utilización de la combinación de DCF, opciones reales, y múltiplos proporciona un rango de valor más robusto que solamente un valor específico y único; el DCF proporciona el valor en una situación de continuidad operativa; las opciones reales permiten incorporar la flexibilidad de expandir o de abandonar; finalmente, los múltiplos permiten comprobar que la salida no resulte alejada de referencias de mercado. Esta triangulación permite disminuir sesgos y reforzar la negociación con potenciales inversores.

La valoración por comparables se utiliza como prueba de razonabilidad. Aunque en Ecuador existen pocos comparables bursátiles del sector, los múltiplos regionales de retail discount ofrecen una referencia útil. El múltiplo implícito EV/EBITDA de 5.76x se ubica dentro del rango de 4x a 7x utilizado como benchmark, lo que refuerza la consistencia del valor obtenido por DCF.

2.5. Aprendizaje Basado en Problemas (ABP/PBL)

2.5.1. Origen y fundamentos

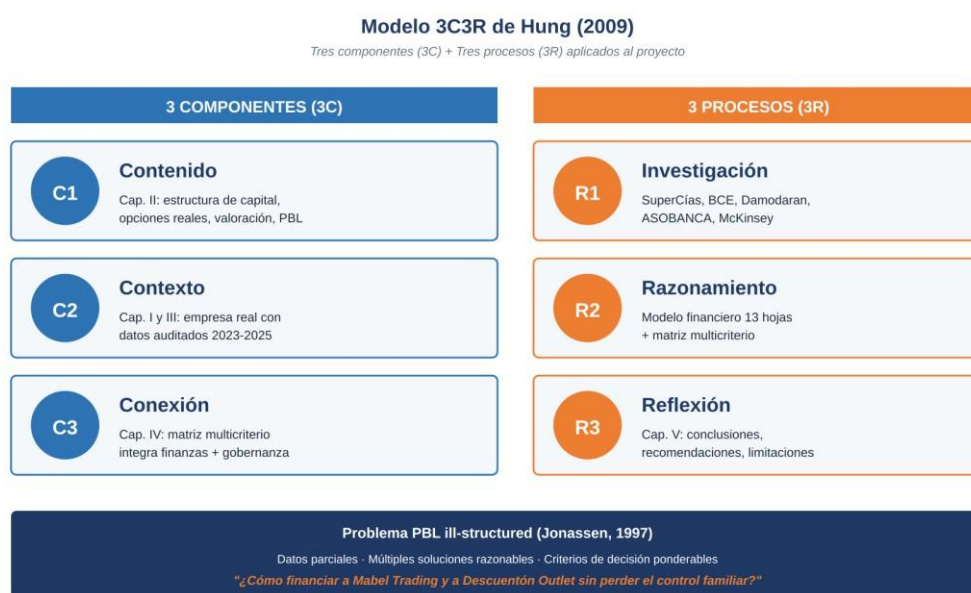
El Aprendizaje Basado en Problemas surgió en la Facultad de Medicina de la Universidad de McMaster a finales de la década de 1960 y fue sistematizado por Barrows (1986) como una metodología en la que el problema antecede al contenido y los estudiantes construyen el conocimiento al intentar resolver una situación auténtica y compleja. Hmelo-Silver (2004) sintetizó la evidencia empírica acumulada sobre el ABP y concluyó que esta metodología desarrolla cinco competencias clave: construcción de conocimiento profundo y flexible, habilidades efectivas de resolución de problemas, aprendizaje autodirigido, habilidades efectivas de colaboración y motivación intrínseca por el aprendizaje.

2.5.2. Modelo 3C3R de Hung

Hung (2009) propuso el modelo 3C3R como un marco para diseñar problemas de ABP de calidad. El modelo articula tres componentes (Contenido, Contexto y Conexión) con tres procesos (Investigación, Razonamiento y Reflexión). Contenido se refiere a la cobertura de los conceptos

disciplinarios relevantes; Contexto remite a la autenticidad y representatividad del escenario problémico; Conexión exige integrar ideas dispersas en un todo coherente. Investigación implica la búsqueda activa de información; Razonamiento exige aplicar inferencias lógicas y modelos; Reflexión obliga a evaluar críticamente las propias conclusiones. El presente trabajo se diseña explícitamente para satisfacer los seis componentes del modelo, como sintetiza la Figura 2.³

Figura 2
Modelo 3C3R de Hung (2009) aplicado al problema de Mabel Trading



Nota. Elaboración propia con base en Hung (2009). La estructura articula los tres componentes (Contenido, Contexto, Conexión) con los tres procesos (Investigación, Razonamiento, Reflexión) sobre el problema PBL mal estructurado definido por Jonassen (1997).

El modelo 3C3R se refleja en la organización del documento. Los Capítulos I y II cubren el contenido y el contexto; el Capítulo III desarrolla la investigación y el razonamiento financiero; y

³ Hung, W. (2009). The 9-step problem design process for problem-based learning: Application of the 3C3R model. *Educational Research Review*, 4(2), 118-141. Disponible en <https://doi.org/10.1016/j.edurev.2008.12.001>.

los Capítulos IV y V integran la conexión y la reflexión mediante la propuesta final, la matriz multicriterio y las conclusiones. Esta correspondencia permite demostrar que la estructura del trabajo responde al enfoque PBL solicitado.

2.5.3. Modelo Aalborg y problemas ill-structured

La Universidad de Aalborg (Dinamarca) desarrolló desde 1974 una variante del ABP que articula proyectos semestrales con seminarios temáticos (Kolmos et al., 2007). El modelo Aalborg enfatiza el trabajo en equipo, la formulación abierta del problema por parte de los propios estudiantes y la integración disciplinar. La presente investigación adopta del modelo Aalborg el principio de formulación abierta —la pregunta de investigación no fue impuesta, sino construida por el equipo a partir del análisis preliminar de los estados financieros de Mabel Trading y el énfasis en producto entregable que tenga utilidad práctica para la organización.

Jonassen (1997) clasifica los problemas en well-structured (bien estructurados, con datos completos, una sola solución correcta y reglas claras) e ill-structured (mal estructurados, con datos incompletos o contradictorios, múltiples soluciones razonables y criterios de evaluación discutibles). El problema de financiamiento de Mabel Trading es claramente ill-structured: las tres alternativas son técnicamente factibles, los criterios de elección son múltiples y ponderables de varias formas, y la solución óptima no se deriva mecánicamente de los datos sino del razonamiento sobre evidencia. Esto justifica el ABP/PBL como metodología y el modelo 3C3R como marco de diseño.

La metodología de Aalborg tiene una aportación muy específica: la abordaje abierta de un problema y la proposición de un fin útil para la organización. La cuestión diseñar una estructura financiera híbrida que monetice inventarios y genere valor nos viene del diagnóstico de Mabel Trading y no de un ejercicio teórico desvinculado. Por ello, la propuesta final tiene aplicación práctica y puede servir como insumo para decisiones reales de financiamiento.

2.6. Metodología de la investigación

2.6.1. Tipo y enfoque de investigación

La investigación es de tipo aplicada, con enfoque mixto (cuantitativo dominante con componente cualitativo) y alcance descriptivo-propositivo. El diseño es no experimental y transversal con datos de panel cortos (tres ejercicios), basado en información secundaria de fuentes oficiales (estados financieros publicados en la Superintendencia de Compañías) y en bibliografía especializada. La unidad de análisis es la empresa Mabel Trading S.A. y, en particular, su unidad de negocio Descuentón Outlet.⁴

2.6.2. Población, muestra y unidad de análisis

Dado que se trata de un estudio de caso único (Yin, 2018), no se aplican técnicas de muestreo en sentido estricto. La población corresponde a los estados financieros completos de la empresa (balance, estado de resultados y flujo de efectivo) para los ejercicios 2023, 2024 y 2025, junto con sus notas explicativas. La unidad de análisis es la organización en su conjunto, con énfasis especial en la unidad Descuentón Outlet por ser el foco de la propuesta de valoración independiente y entrada de PE.

2.6.3. Técnicas e instrumentos

Las técnicas aplicadas se organizaron en siete grupos: (a) el análisis documental de los estados financieros y notas explicativas; (b) el análisis horizontal y vertical de la información del balance y resultados, con el cálculo de las variaciones absolutas y porcentuales; (c) el cálculo de los indicadores financieros de liquidez, actividad, endeudamiento, rentabilidad y mercado; (d) la construcción del modelo financiero sustentado en los estados financieros oficiales 2023-2025 verificados por la Superintendencia de Compañías; (e) el análisis bidimensional de sensibilidad

⁴ Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros del Ecuador (SCVS). La información financiera de Mabel Trading S.A. fue consultada en el portal oficial appscvs.supercias.gob.ec mediante el RUC 1791915313001 y el número de expediente 151044, en el módulo de información financiera anual auditada.

sobre el WACC y el β , los escenarios cualitativos pesimista-base-optimista y la simulación Monte Carlo; (f) la valoración por opciones reales mediante Black-Scholes-Merton; y (g) la matriz multicriterio ponderada con ocho criterios.

2.6.4. Procedimiento

El procedimiento sigue cinco fases secuenciales relacionadas con el modelo 3C3R de Hung. La primera fase (Contenido + Investigación) comprende la consolidación de los estados financieros 2023-2025 en moneda y formato homogéneo, junto con la recopilación bibliográfica del marco teórico. La segunda fase (Contexto + Investigación) desarrolla el diagnóstico financiero mediante análisis horizontal, vertical, indicadores y revisión del CCE. La tercera fase (Razonamiento) construye la valoración por DCF con WACC NODERFELASE, comparables sectoriales y opciones reales por Black-Scholes. La cuarta fase (Conexión + Razonamiento) plantea las tres alternativas de financiamiento, las compara financieramente y las evalúa en la matriz multicriterio. La quinta fase formula la propuesta híbrida final con análisis de sensibilidad, simulación Monte Carlo y plan de implementación con KPIs y covenants.

2.6.5. Limitaciones metodológicas

La investigación expone cuatro limitantes de carácter esencial. Primero, el dato financiero corresponde a estados auditados anuales cuyos datos fueron publicados en Superintendencia de Compañías y que no desagregan los primeros dos meses de cada ejercicio, lo que obstaculiza poder tener un análisis estacional fino ni tiene datos de operación por punto de venta. Segundo, la extensión del horizonte temporal de tres ejercicios es corta para la realidad de las inferencias econométricas, lo que disminuye la robustez estadística de las tendencias detectadas. Tercero, las betas y los comparables provienen de bases de datos internacionales (Damodaran, 2024) y son modificadas a la realidad ecuatoriana por la técnica de NODERFELASE, lo cual genera una imprecisión de origen. Cuarto, las proyecciones a cinco años llevan supuestos de crecimiento, márgenes, así como de costo de capital que son sometidos a sensibilidad bidimensional y

simulación, pero en sí mismos acarrear una incertidumbre estructural con lo que viene a ser el entorno macroeconómico ecuatoriano.⁵

⁵ Las series de Damodaran utilizadas en este trabajo (betas sectoriales desapalancadas, primas de riesgo país por EMBI, múltiplos comparables de retail emergente) se obtuvieron del repositorio académico en línea pages.stern.nyu.edu/~adamodar/, actualizado al primer trimestre de 2025.

CAPÍTULO III: DIAGNÓSTICO FINANCIERO Y VALORACIÓN

Este capítulo presenta el análisis cuantitativo del trabajo. Primero se desarrolla el diagnóstico financiero de Mabel Trading S.A. para los ejercicios 2023-2025; luego se estima el costo promedio ponderado de capital; posteriormente se valora la empresa mediante Flujos de Caja Descontados con horizonte 2026-2030 y valor terminal Gordon; finalmente se incorpora la valoración por opciones reales y se revisa la sensibilidad de los resultados. Los cálculos se construyen en el modelo financiero integral en Excel (Anexo 2), de manera que los supuestos de entrada se conectan con los resultados de valoración.

3.1. Análisis horizontal del Estado de Situación Financiera

El análisis horizontal compara cada cuenta del balance a través de los ejercicios para detectar tendencias, crecimientos y contracciones. Las variaciones se expresan en términos absolutos (USD) y relativos (%) año a año. La Tabla 2 sintetiza las principales partidas del balance de Mabel Trading entre 2023 y 2025.

Tabla 2

Análisis horizontal del balance 2023-2025 (USD)

Cuenta	Δ 2024 vs 2023 (\$)	% 23-24	Δ 2025 vs 2024 (\$)	% 24-25
Activo total	8,996,419	+49.9 %	13,727,530	+50.8 %
Efectivo y equivalentes	2,194,059	+118.3 %	1,385,228	+34.2 %
Cuentas por cobrar comerciales	(944,854)	-28.6 %	(1,845,789)	-78.4 %
Inventarios	3,725,398	+75.2 %	3,875,134	+44.7 %

Activo intangible	3,763,617	+75.2 %	2,854,725	+32.5 %
Pasivo total	7,472,896	+49.5 %	13,456,632	+59.6 %
Deuda financiera CP	2,922,590	+138.1 %	(601,523)	-11.9 %
Deuda financiera LP	2,312,897	+91.0 %	5,124,037	+105.5 %
Patrimonio total	1,523,522	+52.1 %	270,898	+6.1 %
Ingresos por ventas	7,797,978	+24.1 %	14,179,202	+35.3 %
EBITDA	1,346,410	+28.4 %	2,659,816	+43.7 %
Utilidad neta	351,937	+20.8 %	1,105,095	+54.1 %

Nota. Elaboración propia con base en estados financieros 2023-2025 (Mabel Trading S.A.). Modelo financiero, hoja Análisis_Horizontal.

El análisis horizontal permite separar el crecimiento puramente del negocio de las señales de desequilibrio financiero. En la Tabla 2 aparecen tres dinámicas. Primero, hay crecimiento operativo real: crece el nivel de ingresos, el EBITDA y la utilidad neta. Existen también ajustes estratégicos coherentes, como la reducción de las cuentas por cobrar y el aumento del peso de los pasivos de largo plazo en el pasivo total. No obstante, empiezan a emerger señales de advertencia ciertas: los inventarios crecen a un ritmo más rápido que las ventas y al patrimonio neto le cuesta crecer en relación al activo total. La composición es la de una empresa rentable que ha financiado su crecimiento de manera asimétrica y con una importante porción del capital inmovilizada en inventarios. De detalles, los activos crecen a tasas del 49.9 % y 50.8 % que son mayores que las crecientes a un 24.1 % y un 35.3 % de las ventas, lo que provoca que la rotación de los activos se reduzca y que cada dólar invertido genere menos ventas que antes. Y esto se acentúa pues los inventarios también crecen más rápidamente que las ventas en el 2024 (75.2 % y 24.1 %) lo que pone en evidencia el deterioro del ciclo operativo. La deuda financiera se duplica en el 2024 y sigue creciendo en 2025 con mayor concentración en el largo plazo. Por último, el patrimonio neto apenas

crece en 2025 (+6.1 %) frente al +50.8 % del crecimiento del activo lo que pone de manifiesto una descapitalización relativa.

Una observación relevante se encuentra en la reducción de cuentas por cobrar (-78.4 % en 2025), que pasaron de USD 2.35 millones a apenas USD 508 mil. Este hecho refleja un modelo comercial más orientado a ventas al contado o con plazos muy cortos a través del canal comercial Descuentón. Es por eso que, aunque el DIO se deteriora, el ciclo operativo mantiene un CCE razonablemente bajo en 2025 (30 días), gracias al colchón que aún ofrecen los proveedores.

3.2. Análisis vertical del Estado de Situación Financiera

El análisis vertical expresa cada cuenta como porcentaje del total al que pertenece (activo total para el balance, ventas para el estado de resultados), permitiendo comparar la composición estructural a través del tiempo independientemente del crecimiento absoluto. La Tabla 3 muestra la estructura del activo y del pasivo más patrimonio.

Tabla 3

Análisis vertical del balance 2023-2025 (% sobre activo total)

Cuenta	2023	2024	2025
Efectivo y equivalentes	10.3 %	15.0 %	13.3 %
Cuentas por cobrar comerciales	18.3 %	8.7 %	1.2 %
Inventarios	27.5 %	32.1 %	30.8 %
Total activo corriente	60.8 %	56.0 %	53.1 %
Propiedad, planta y equipo neto	10.7 %	8.3 %	12.2 %
Activos intangibles netos	27.8 %	32.5 %	28.5 %
Total activo no corriente	39.2 %	44.0 %	46.9 %

Cuentas por pagar comerciales	45.5 %	37.8 %	25.8 %
Deuda financiera CP	11.7 %	18.7 %	10.9 %
Total pasivo corriente	69.4 %	64.0 %	63.9 %
Deuda financiera LP	14.1 %	18.0 %	24.5 %
Total pasivo no corriente	14.4 %	19.5 %	24.5 %
Total pasivo	83.8 %	83.5 %	88.4 %
Patrimonio	16.2 %	16.5 %	11.6 %

Nota. Elaboración propia con base en estados financieros. Modelo financiero, hoja Análisis_Vertical.

La estructura vertical comprende cuatro tendencias de alarma y una señal positiva. La del activo corriente disminuye (60.8 % → 53.1 %) en pro del activo no corriente, sobre todo de los intangibles (27.8 % → 28.5 %, alcanzando un peak del 32.5 % en 2024), lo que señalaría una transformación de recursos relativamente líquidos en activos de maduración más larga. Los inventarios son excelentes y persisten altos (entre 27.5 % y 32.1 %) sobre el activo total, nivel aceptable en retail, pero alto para un outlet que debería rotar más rápido. La proporción de patrimonio sobre activo baja de 16.2 % en 2023 a 11.6 % en 2025, una señal de descapitalización relativa: la empresa crece, el Equity propio no lo hace al mismo ritmo. La deuda financiera de largo plazo sube del 14.1 % al 24.5 % del total del balance, a la vez que la deuda de corto plazo sube relativamente, confirmando un esfuerzo deliberado de reperfilamiento de pasivos hacia plazos más largos.

La señal positiva es la reducción del peso de las cuentas por pagar comerciales sobre el activo (45.5 % → 25.8 %), indicando disminuir la dependencia del crédito de proveedores como fuente de financiación. Esta lectura, sin embargo, tiene dos caras: mejora la calidad del balance, pero al mismo tiempo reduce el colchón espontáneo de financiación que permiten tener un CCE negativo en 2023 y 2024.

3.3. Análisis del Estado de Resultados

El análisis vertical del Estado de Resultados expresa cada partida como porcentaje de los ingresos por ventas, permitiendo evaluar la estructura de costos y márgenes operativos a través del tiempo.

Tabla 4

Análisis vertical del Estado de Resultados (% sobre ventas)

Concepto	2023	2024	2025
Ingresos por ventas	100.0 %	100.0 %	100.0 %
Costo de ventas	51.8 %	50.6 %	50.9 %
Margen bruto	48.2 %	49.5 %	49.1 %
Gastos administrativos	5.0 %	3.5 %	3.6 %
Gastos de ventas	28.5 %	30.8 %	29.9 %
EBITDA	14.6 %	15.1 %	16.1 %
Depreciación y amortización	3.7 %	3.8 %	3.3 %
EBIT (resultado operativo)	10.9 %	11.3 %	12.7 %
Gastos financieros (intereses)	2.7 %	3.2 %	3.9 %
Utilidad antes de impuestos	8.2 %	8.1 %	8.8 %
Utilidad neta	5.2 %	5.1 %	5.8 %

Nota. Elaboración propia con base en estados financieros. Modelo financiero, hoja Análisis_Vertical.

La estructura de resultados muestra una empresa con márgenes operativos saludables. El margen bruto se mantiene entre 48.2 % y 49.5 %, nivel competitivo para retail outlet en mercados emergentes. El margen EBITDA mejora de manera consistente (14.6 % → 16.1 %), señal de

eficiencia operativa creciente y de captura de economías de escala. El margen operativo (EBIT/ventas) presenta el mismo patrón ascendente (10.9 % → 12.7 %). La principal alerta se concentra en los gastos financieros, que pasaron de 2.7 % a 3.9 % de los ingresos en dos años y empiezan a reducir parte del beneficio operativo generado por el crecimiento.

3.4. Indicadores financieros

3.4.1. Indicadores de liquidez

Tabla 5
Indicadores de liquidez 2023-2025

Indicador	2023	2024	2025	Fórmula
Razón corriente	0.88x	0.87x	0.83x	AC / PC
Prueba ácida	0.48x	0.37x	0.35x	(AC – Inv) / PC
Prueba defensiva (cash ratio)	0.15x	0.23x	0.21x	Efectivo / PC
Capital de trabajo neto (USD)	(1,552,593)	(2,175,286)	(4,408,835)	AC – PC

Nota. Elaboración propia. AC = Activo corriente, PC = Pasivo corriente, Inv = Inventarios. Modelo financiero, hoja Indicadores.

Capital de trabajo neto (USD) (1,552,593) (2,175,286) (4,408,835) AC – PC

Nota. Elaboración propia. AC = Activo corriente, PC = Pasivo corriente, Inv = Inventarios. Modelo financiero, hoja Indicadores.

Los indicadores de liquidez evidencian la tensión estructural ya observada. La razón corriente se mantiene por debajo de 1.0x —umbral mínimo prudencial— y se deteriora año a año (0.88x → 0.83x), lo que significa que los pasivos corrientes superan a los activos corrientes. La prueba ácida cae a 0.35x en 2025; es decir, sin considerar el inventario, la empresa solo podría cubrir 35 centavos

por cada dólar de pasivo corriente. El capital de trabajo neto es negativo y aumenta en términos absolutos (USD -1.55 M → USD -4.41 M), situación sostenible únicamente si la rotación operativa es alta y los proveedores siguen funcionando como fuente espontánea de financiamiento, como ocurre con un DPO de 138 días.

Estos indicadores muestran la primera necesidad que debe atender la propuesta: el capital de trabajo. El déficit de USD -4.41 millones al cierre de 2025 justifica una línea revolvente garantizada por inventario de USD 5.0 millones. Además, la prueba ácida de 0.35x revela que la liquidez efectiva depende en buena medida de la rotación del inventario. Por ello, la solución no debe limitarse a vender stock con descuento, sino a monetizarlo de manera ordenada y sin debilitar el potencial comercial de Descuentón Outlet.

3.4.2. Indicadores de actividad

Tabla 6
Indicadores de actividad 2023-2025

Indicador	2023	2024	2025	Fórmula
Rotación de inventarios (veces)	3.39	2.34	2.20	CMV / Inv
Días de inventario (DIO)	107.7	155.9	165.7	$Inv \times 365 / CMV$
Rotación de cuentas por cobrar	9.82	17.07	106.95	$Ventas / CxC$
Días de cobro (DSO)	37.2	21.4	3.4	$CxC \times 365 / Ventas$
Rotación de cuentas por pagar	2.05	1.99	2.63	CMV / CxP
Días de pago (DPO)	178.3	183.6	138.8	$CxP \times 365 / CMV$
Rotación del activo total	1.80	1.49	1.33	$Ventas / Activo\ total$

Nota. Elaboración propia. CMV = Costo de mercadería vendida. Modelo financiero, hoja Indicadores.

Los indicadores de actividad muestran con claridad el problema operativo. La rotación de inventarios cae de 3.39 a 2.20 veces por año, mientras los días de inventario aumentan de 107.7 a 165.7. En términos simples, en 2025 la empresa tarda casi seis meses en vender su inventario promedio, cuando en 2023 lo hacía en cerca de tres meses y medio. La mejora se observa en los días de cobro, que bajan de 37.2 a 3.4 días por la migración hacia ventas al contado en el canal Descuentón Outlet.

La extensión del DIO de 107.7 a 165.7 días es la señal más clara de la presión operativa. Cada día adicional de inventario inmovilizado consume aproximadamente USD 92 mil de capital de trabajo, considerando el volumen actual de costo de mercadería vendida. Esta cifra explica por qué la liquidez se ha tensionado y por qué los covenants propuestos en el Capítulo IV incluyen metas trimestrales sobre días de inventario.

3.4.3. Indicadores de endeudamiento

Tabla 7
Indicadores de endeudamiento y solvencia 2023-2025

Indicador	2023	2024	2025	Fórmula
Razón de endeudamiento total	83.8 %	83.5 %	88.4 %	Pasivo / Activo
Razón D/E	5.16x	5.07x	7.64x	Pasivo / Patrimonio
Razón de autonomía	16.2 %	16.5 %	11.6 %	Patrimonio / Activo
Apalancamiento financiero	6.16x	6.07x	8.64x	Activo / Patrimonio
Cobertura de intereses (EBIT/Int)	4.08x	3.53x	3.25x	EBIT / Gasto financiero
Deuda fin. neta / EBITDA	0.59x	0.96x	1.03x	(D – Efectivo) / EBITDA

Nota. Elaboración propia. D = Deuda financiera total (CP+LP). Modelo financiero, hoja Indicadores.

La razón D/E se incrementó de 5.16x a 7.64x en dos años, nivel alto para una empresa de retail. El apalancamiento financiero (Activo/Patrimonio) pasó de 6.16x a 8.64x, lo que significa que cada dólar de patrimonio sostiene 8.64 dólares de activo. La cobertura de intereses se redujo de 4.08x a 3.25x; todavía se ubica por encima del umbral prudencial de 2.0x, pero muestra una tendencia de deterioro. El indicador deuda financiera neta/EBITDA, en cambio, se mantiene saludable (1.03x al cierre de 2025) gracias al crecimiento del EBITDA y al elevado nivel de efectivo (USD 5.43 M); por ello, se propone como uno de los covenants centrales de la estructura híbrida.

Los indicadores de endeudamiento describen la segunda gran restricción de la propuesta. La razón D/E de 7.64x al cierre de 2025 excede los rangos prudenciales sugeridos por la teoría del trade-off para una empresa retail expuesta al consumo discrecional, lo que limita la conveniencia de seguir profundizando la deuda bancaria tradicional. Sin embargo, el indicador DFN/EBITDA de 1.03x todavía permite incorporar deuda estructurada revolvente garantizada y mezzanine subordinada sin superar umbrales razonables del mercado local. Esta diferencia entre D/E contable y DFN/EBITDA económico abre el espacio técnico para la estructura híbrida.

3.4.4. Indicadores de rentabilidad

Tabla 8
Indicadores de rentabilidad 2023-2025

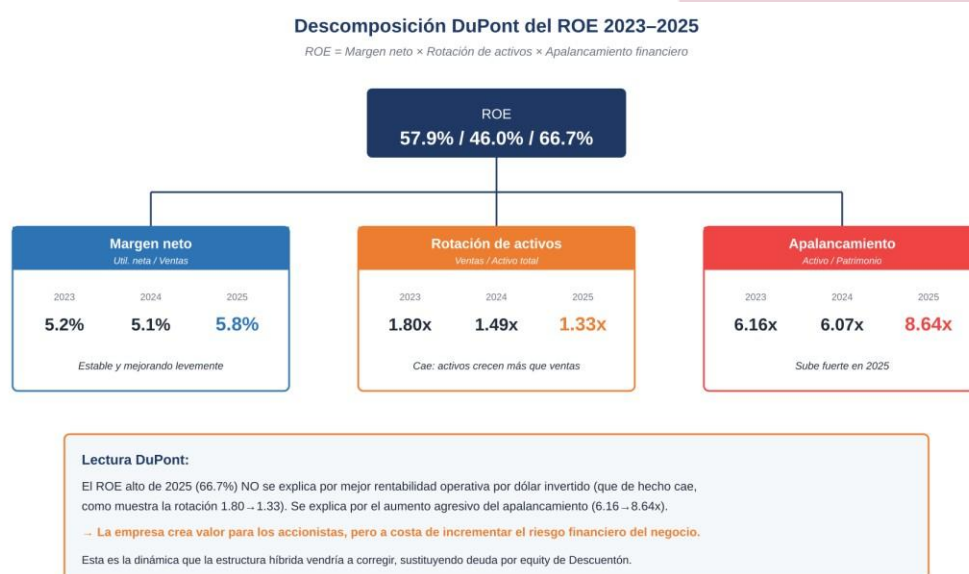
Indicador	2023	2024	2025	Fórmula
Margen bruto	48.2 %	49.5 %	49.1 %	Utilidad bruta / Ventas
Margen EBITDA	14.6 %	15.1 %	16.1 %	EBITDA / Ventas
Margen operativo (EBIT)	10.9 %	11.3 %	12.7 %	EBIT / Ventas
Margen neto	5.2 %	5.1 %	5.8 %	Utilidad neta / Ventas

Indicador	2023	2024	2025	Fórmula
ROA	9.4 %	7.6 %	7.7 %	Utilidad neta / Activo total
ROE	57.9 %	46.0 %	66.7 %	Utilidad neta / Patrimonio
ROIC aproximado	29.7 %	20.2 %	23.1 %	NOPAT / Capital invertido

Nota. Elaboración propia. NOPAT = EBIT $\times$ (1 - t). Modelo financiero, hoja Indicadores.

Los ratios de rentabilidad reflejan una empresa que genera valor en términos contables, ya que la mediana del ROE se sitúa entre el 46.0 % y el 66.7 %, siendo estas cifras muy superiores a la del costo del capital propio (K_e NODERFELASE = 24.12 %). En cambio, el ROA va cayendo de un 9.4 % a un 7.7 % (menos productividad de los activos de la empresa). La descomposición DuPont es útil para aclarar esta aparente contradicción, pues el elevado ROE se basa más en la creciente proporción de capital ajeno que en la mejora de la operación. Esta relación debe quedar clara siguiendo la figura 3.

Figura 3
Descomposición DuPont del ROE 2023-2025



Nota. Elaboración propia. $ROE = \text{Margen neto} \times \text{Rotación de activos} \times \text{Apalancamiento financiero}$. La descomposición evidencia que el alto ROE de 2025 (66.7 %) no responde principalmente a una mejora operativa, sino al aumento del apalancamiento (6.16x $\rightarrow$ 8.64x).

El ROIC se continúa manteniendo con niveles elevados (23.08 % en 2025) y comparándolo con el WACC de 11.47 %, se obtiene un spread positivo de 11.61 p.p. Cuya demostración viene por el hecho de que la empresa aun con sus tensiones es capaz de crear valor económico en términos de EVA. Por el contrario, el problema no está en la rentabilidad sino más bien en la forma de financiar ese rendimiento y de convertirlo en caja para la empresa.

En conclusión, la lectura acumulativa de: liquidez, actividad, endeudamiento y rentabilidad, se observa que Mabel Trading no afronta un problema de rentabilidad sino más bien un tema caja y un problema de estructura financiera. La razón corriente está en 0.83x, el DIO aumenta de 107.7 a 165.7 días, y la razón D/E se sitúa en 7.64x. A la misma vez el margen EBITDA descansa en un 16.1 % mientras que el ROIC se encuentra en un 23.08 % por encima del WACC. En otras palabras se nos dice que la empresa genera valor económico, pero una parte de este valor se encuentra atrapado en inventarios y en una estructura financiera muy exigente.

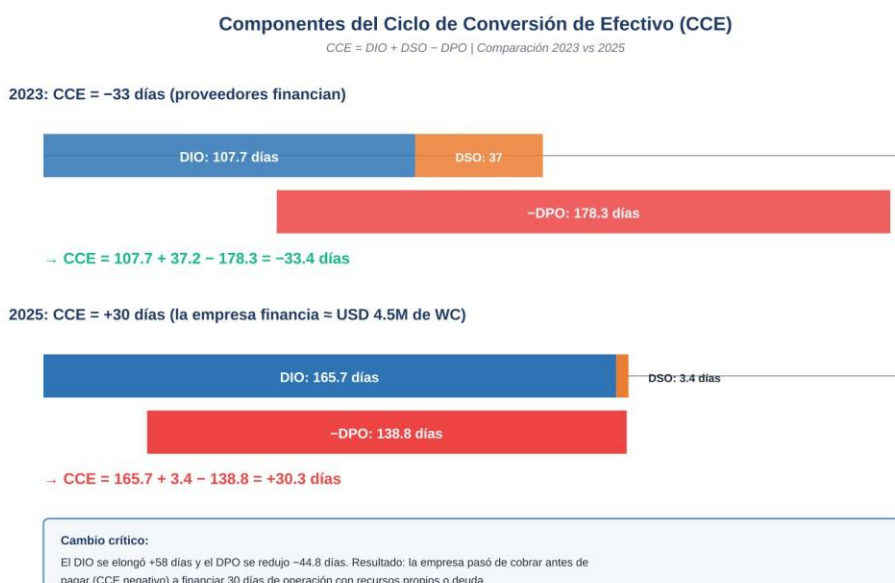
3.5. Ciclo de conversión de efectivo y monetización de inventarios

El ciclo de conversión de efectivo (CCE) permite integrar los tres elementos operativos del capital de trabajo: inventarios, cuentas por cobrar y cuentas por pagar. Su deterioro resume el problema que atraviesa la empresa. La Tabla 9 muestra los componentes y su evolución, mientras que la Figura 4 permite observar el cambio entre 2023 y 2025.

Tabla 9*Ciclo de conversión de efectivo 2023-2025 (días)*

Componente	2023	2024	2025	Comentario
Días de inventario (DIO)	107.7	155.9	165.7	Crecimiento +58 días
Días de cobro (DSO)	37.2	21.4	3.4	Migración a contado
Ciclo operativo (DIO + DSO)	144.9	177.3	169.2	Pico en 2024
Días de pago (DPO)	178.3	183.6	138.8	Reducción 2025
CCE = Operativo – DPO	(33.4)	(6.3)	30.3	Salto a positivo

Nota. Elaboración propia. Modelo financiero, hoja CCE_Inventarios.

Figura 4*Componentes del ciclo de conversión de efectivo: 2023 vs 2025*

Nota. Elaboración propia. Las barras representan en escala temporal los componentes DIO (azul), DSO (naranja) y DPO (rojo, restado). El cambio crítico es que en 2023 los proveedores financiaban a Mabel (CCE –33 días); en 2025 la empresa debe financiar 30 días de operación con recursos propios.

El CCE de Mabel Trading tuvo un cambio relevante entre 2024 y 2025: pasó de -6.3 días a +30.3 días, es decir, un incremento de 36.6 días en doce meses. La interpretación es clara: en 2023 y 2024 los proveedores financiaban parte de la operación, porque la empresa cobraba al cliente final antes de pagar a sus proveedores; en 2025, en cambio, Mabel Trading debe financiar 30 días de operación con recursos propios o con deuda. Con un nivel de ventas de 54,4 millones de dólares, el capital de trabajo permanente asociado a 30 días de CCE sería del orden de 4,5 millones de dólares.

La monetización de inventarios sirve para recibir recursos de una inmovilización de inventarios, ya que permite una conversión de inventarios en efectivo sin necesidad de esperar la venta efectuada al consumidor final. Para Mabel Trading, técnicamente existen las siguientes opciones disponibles: (a) líneas revolventes con inventario como garantía (el banco presta hasta un porcentaje del valor del inventario auditado); (b) factoring inverso con proveedores estratégicos; (c) descuentos de aceptaciones bancarias contra órdenes de compra firmes; (d) titulización de inventarios o de cuentas por cobrar futuras. La estructura híbrida propuesta en el Capítulo IV utiliza la opción (a) línea revolviente sobre inventario por 5,0M de dólares como la opción pivote o eje de la solución de corto plazo.

3.6. Estimación del WACC

El cálculo del costo promedio ponderado de capital se abordó mediante dos métodos complementarios para la estimación del costo del Equity: el clásico modelo CAPM (Sharpe, 1964) y la metodología NODERFELASE de Fernández (2017), que extiende el CAPM al ámbito de los mercados emergentes, incluyendo la prima de riesgo país. Los parámetros de mercado se obtuvieron de fuentes oficiales y bases de datos de referencia.

Tabla 10*Cálculo del WACC para Mabel Trading S.A. (base 2025)*

Parámetro	Valor	Fuente
INPUTS DE MERCADO		
Tasa libre de riesgo (Rf)	4.25 %	T-Bond US 10Y / parámetro base del modelo
Rendimiento esperado E(Rm)	13.45 %	S&P 500 promedio histórico
Prima por riesgo de mercado	9.20 %	Calculado: $R_m - R_f$
Beta apalancada CAPM (β)	0.94	Damodaran 2024 retail emerging
Beta NODERFELASE (β)	1.725	Modelo país Ecuador
Riesgo país EMBI Ecuador	4.00 % (*)	Promedio 12 meses BCE
Tasa efectiva combinada PT + IR	36.25 %	15 % participación trabajadores + 25 % IR
MODELO 1: CAPM CLÁSICO		
$K_e \text{ CAPM} = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$	12.90 %	Calculado
MODELO 2: NODERFELASE ★		
$K_e \text{ NODER} = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + RP$	24.12 %	Calculado, recomendado
ESTRUCTURA DE CAPITAL Y WACC		
Costo de deuda K_d antes impuestos	11.50 %	Tasa activa promedio bancos Ec.
$K_d \times (1 - \text{tasa efectiva})$	7.33 %	Calculado: $11.50 \% \times (1 - 36.25 \%)$
Deuda total D (USD)	14,417,082	CP + LP libros 2025
Patrimonio E (USD)	4,717,117	Libros 2025
Peso D/V	75.35 %	Calculado
Peso E/V	24.65 %	Calculado
$WACC = E/V \times K_e + D/V \times K_d \times (1 - t)$	11.47 %	Resultado

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.

Nota. Elaboración propia. La selección de NODERFELASE como K_e primario se justifica por la baja profundidad de la BVQ y por la incorporación explícita de una prima de riesgo país en el modelo financiero. Modelo financiero, hoja WACC.

La elección de NODERFELASE como tasa preponderante se fundamenta en tres motivos: 1) la firma no es una empresa cotizada en el mercado, por lo que no posee una beta histórica específica; 2) el mercado accionario ecuatoriano ni tan siquiera proporciona comparables suficientes del sector retail para determinar betas locales y representativas; 3) el modelo considera de manera explícita el riesgo país, factor importante para un inversor que quiera considerar potenciales operaciones en el Ecuador. NODERFELASE, por lo tanto, es una opción más prudente que el CAPM puro.

Nota metodológica: los parámetros de la tabla 10 son los que se han seguido para llegar al modelo financiero definitivo. En el caso de que el tribunal solicitase una ulterior actualización, el modelo permite el cambio de la tasa libre de riesgo, la prima de riesgo país, el coste de la deuda o el WACC, sin modificar la forma del análisis. La versatilidad del modelo no supondría modificar la conclusión del Capítulo IV, dado que el ranking multicriterio se mantendría en escenarios de sensibilidad razonables.

Con un K_e NODERFELASE de 24,12 %, un costo de deuda después de impuestos de 7,33 %, y una estructura de capital con 75,35 % de deuda y 24,65 % de patrimonio, el WACC resultante es de 11,47 %. Esta tasa sería la utilizada como tasa de descuento en la valoración por DCF. De aplicar el CAPM clásico se calcularía un WACC de aproximadamente 8,70 %, lo que haría aumentar el valor de la firma, y generaría una valoración más optimista.

3.7. Valoración por Flujos de Caja Descontados

3.7.1. Supuestos de proyección

La valoración por DCF se construyó sobre un horizonte de proyección de cinco años (2026-2030) más un valor terminal calculado por el modelo de Gordon con crecimiento perpetuo de 2.5 %, tasa fundamentada en la Tasa de Crecimiento de Largo Plazo oficial del Banco Central del

Ecuador. Los supuestos de proyección, claramente identificados en celdas editables del modelo financiero, se sintetizan en la Tabla 11.

Tabla 11
Supuestos de proyección 2026-2030

Supuesto	2026	2027	2028	2029	2030
Crecimiento de ventas	18.0 %	15.0 %	12.0 %	10.0 %	8.0 %
Costo de ventas / Ventas	70.5 %	70.0 %	69.5 %	69.0 %	68.5 %
Gastos administrativos / Ventas	10.5 %	10.0 %	9.5 %	9.2 %	9.0 %
Gastos de venta / Ventas	9.0 %	8.8 %	8.5 %	8.3 %	8.2 %
D&A / Ventas	2.4 %	2.4 %	2.4 %	2.4 %	2.4 %
CapEx / Ventas	4.5 %	4.0 %	3.5 %	3.2 %	3.0 %
$\Delta WC / \Delta Ventas$	18.0 %	15.0 %	13.0 %	12.0 %	11.0 %

Nota. Elaboración propia. Modelo financiero, hoja Proyecciones. Los supuestos están justificados con benchmarks sectoriales (PriceSmart, Tía S.A., Damodaran 2024, McKinsey 2024) y reflejan convergencia hacia el estado estable.

De acuerdo con Tang, la dinámica decreciente de crecimiento del ajuste de ventas (18 % $\rightarrow$ 8 %) representa el ciclo de vida de la pyme, evolución del maturity stage del modelo outlet, al tiempo que la mejora del costo de ventas y de gastos operativos sobre ventas muestra el proceso de las economías de escala que se esperan con la actividad logística de Descuentón. El supuesto de $\Delta WC / \Delta Ventas$ decreciente (18 % $\rightarrow$ 11 %) es coherente con un supuesto explícito del proyecto orientado a liberar la presión sobre el ciclo de conversión de efectivo: a mayor contexto que no considerase esta mejora, la valoración sería inconsistente con los objetivos del Capítulo IV; en

consecuencia, los supuestos y las hipótesis son alineadas técnicamente y conceptualmente con la propuesta financiera.

3.7.2. Estado de Resultados proyectado y FCFF

Tabla 12

Estado de resultados proyectado y FCFF 2026-2030 (USD)

Concepto	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
Ingresos por ventas	64,141,664	73,762,914	82,614,464	90,875,910	98,145,983
Costo de ventas	(45,219,873)	(51,634,040)	(57,417,052)	(62,704,378)	(67,229,998)
Utilidad bruta	18,921,791	22,128,874	25,197,411	28,171,532	30,915,985
Gastos administrativos	(6,734,875)	(7,376,291)	(7,848,374)	(8,360,584)	(8,833,138)
Gastos de venta	(5,772,750)	(6,491,136)	(7,022,229)	(7,542,701)	(8,047,971)
EBITDA	6,414,166	8,261,446	10,326,808	12,268,248	14,034,876
Depreciación y amortización	(1,539,400)	(1,770,310)	(1,982,747)	(2,181,022)	(2,355,504)
EBIT	4,874,766	6,491,136	8,344,061	10,087,226	11,679,372
NOPAT (1 – t)	3,107,664	4,138,099	5,319,339	6,430,607	7,445,600
(+) D&A	1,539,400	1,770,310	1,982,747	2,181,022	2,355,504
(–) CapEx	(2,886,375)	(2,950,517)	(2,891,506)	(2,908,029)	(2,944,379)
(–) ΔCapital de trabajo	(1,761,178)	(1,443,187)	(1,150,701)	(991,374)	(799,708)
FCFF	(489)	1,514,705	3,259,878	4,712,226	6,057,016

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.

Nota. Elaboración propia. $NOPAT = EBIT \times (1 - 36.25 \%)$, conforme a la tasa efectiva combinada utilizada en el modelo financiero. Modelo financiero, hoja Proyecciones.

La previsión del FCFF muestra una reposición progresiva de caja: parte de USD -0.49 mil en 2026 hasta USD 6.06 millones en 2030. El primer año es bajo porque recoge simultáneamente el coste inicial de profesionalización, el CapEx más alto del periodo y una relevante inversión en capital de trabajo. A partir de 2027, se empieza a notar el efecto de escala más claramente en los flujos.

La senda en ascenso (USD -489 $\rightarrow$ USD 6.06 M en cinco años) sugiere que el modelo de negocio es capaz de provisión de caja neta si es capaz de normalizar su ciclo operativo. El acumulado del FCFF del periodo (USD 15.54 millones) es superior a la deuda financiera neta actual (USD 8.98 millones), lo que significa que la empresa podría autofinanciarse progresivamente en su desapalancamiento en el explicit horizon sin recurrir a nuevas emisiones de Equity. Esta característica es clave para la viabilidad de la mezzanine convertible que fue propuesta en el Capítulo IV: el cash coupon del 12 % anual es servible con el FCFF proyectado desde 2027, mientras que el componente PIK del 4 % capitaliza hasta que se produzca la conversión o amortización.

3.7.3. Cálculo del DCF y valor empresa

Tabla 13
Cálculo del DCF y valor empresa (USD)

Concepto	2026	2027	2028	2029	2030	Terminal
FCFF proyectado	(489)	1,514,705	3,259,878	4,712,226	6,057,016	
Periodo (t)	1	2	3	4	5	5
Factor descuento $(1.1147)^{-t}$	0.8971	0.8048	0.7220	0.6477	0.5810	0.5810
VP del FCFF	(439)	1,219,020	2,353,562	3,052,051	3,519,377	

Valor terminal Gordon ($g=2.5\%$)						69,212,247
VP del Valor Terminal						40,215,184

Nota. Elaboración propia. WACC = 11.47 %, g perpetua = 2.5 %. Valor terminal = $FCFF_{2030} \times (1 + g) / (WACC - g)$. Modelo financiero, hoja DCF.

La suma del valor actual de los FCFF del periodo 2026-2030 es USD 10.14 millones, y el valor presente del valor terminal Gordon con una tasa de crecimiento perpetuo prudente de 2.5 % es USD 40.22 millones. La suma da como resultado un Enterprise Value (EV) de USD 50.36 millones y al restar la deuda financiera neta a 2025 (total de deuda USD 14.42 M - efectivo USD 5.43 M = USD 8.98 M) da como resultado un Equity Value base de USD 41.37 millones. A esta cifra se suma la valoración por opciones reales en la llegada a la siguiente sección que suma USD 4.38 millones para llegar a un Equity Value ajustado total de USD 45.76 millones. Los múltiplos implícitos sobre el EV base son: $EV/EBITDA_{2025} = 5.76x$ y $EV/Ventas_{2025} = 0.93x$.

El resultado del DCF da tres lecturas para la propuesta: en primer lugar, el Equity Value de USD 41.37 millones supera con creces la deuda financiera neta de USD 8.98 millones por lo que la empresa no presenta problemas vinculados a la insolvencia económica. En segundo lugar, el múltiplo implícito $EV/EBITDA$ de 5.76x se encuentra dentro del rango de referencia para retail discount en los mercados emergentes (4-7x), por lo que se puede considerar razonable la valoración frente a la posibilidad de una negociación con PE. En tercer lugar, el valor calculado permite mantener una valoración pre-money conservadora para Descuentón Outlet, en la línea de la política del grupo como unidad de mayor crecimiento.

3.8. Valoración por opciones reales

La valoración por opciones reales complementa el DCF al incorporar el valor de la flexibilidad gerencial que el modelo determinístico ignora. Se valoran dos opciones reales identificadas en la sección 2.3.2: una opción de expansión y una opción de abandono, ambas con el modelo Black-Scholes-Merton estándar. La Tabla 14 sintetiza los parámetros y resultados.

Tabla 14
Parámetros y valoración de opciones reales (USD)

Parámetro	Opción Expansión (call)	Opción Abandono (put)
S_0 — Valor del activo subyacente	8,000,000	2,500,000
K — Precio de ejercicio	6,500,000	3,500,000
σ — Volatilidad anual	45.0 %	35.0 %
r — Tasa libre de riesgo	4.25 %	4.25 %
T — Plazo a expiración (años)	3	2
d_1	0.820	-0.261
d_2	0.040	-0.755
$N(d_1)$	0.7938	0.3972
$N(d_2)$	0.5161	0.2250
VALOR DE LA OPCIÓN	3,397,582	984,620
VALOR TOTAL OPCIONES REALES	4,382,201	

Nota. Elaboración propia. $C = S \times N(d_1) - K \times e^{(-rT)} \times N(d_2)$. El put de abandono se calculó por paridad y luego se reportó su valor positivo. Modelo financiero, hoja Opciones_Reales.

La opción de expansión está asociada a la apertura de cuatro Descuentón Outlet en Quito y Guayaquil, si se cumplen las metas operativas del plan. Esta opción la valoramos tomando como activo subyacente USD 8.0 millones, que corresponde a cuatro tiendas de un valor presente promedio de USD 2.0 millones cada uno. La opción de abandono es en cambio una cobertura ante un escenario adverso; si la unidad no llega a alcanzar los resultados mínimos, la compañía puede proceder a liquidar activos y recuperar parte de su valor. La adición de ambas opciones reales da

como resultado USD 4.38 millones, con lo que el Equity Value se eleva hasta los USD 45.76 millones.

3.9. Análisis de sensibilidad y escenarios

3.9.1. Sensibilidad bidimensional WACC vs g

Dado que el valor por DCF es altamente sensible a los dos parámetros más controvertidos del modelo el WACC y la tasa de crecimiento perpetuo se construyó una tabla bidimensional de sensibilidad que cruza ambos parámetros. La Tabla 15 reporta el Equity Value resultante para distintas combinaciones plausibles.

Tabla 15

Sensibilidad bidimensional del Equity Value (USD millones)

WACC\g	2.0 %	2.5 %	3.0 %	3.5 %	4.0 %	4.5 %
9.0 %	59.4	64.2	69.7	76.2	84.0	93.5
10.5 %	45.6	48.6	52.0	55.9	60.3	65.5
12.0 %	36.0	38.1	40.3	42.8	45.7	48.9
13.5 %	29.0	30.4	32.0	33.8	35.7	37.8
15.0 %	23.6	24.7	25.9	27.1	28.5	30.0

Nota. Elaboración propia. Cada celda muestra el Equity Value en USD millones. El WACC oficial del modelo es 11.47 %; interpolando entre las filas de 10.5 % y 12.0 % con la g base de 2.5 %, el Equity Value se ubica alrededor de USD 41.4 millones, consistente con el Equity Value base de USD 41.37 millones calculado en la sección 3.7. Modelo financiero, hoja Sensibilidad.

Más que el valor central, la Tabla 15 muestra la resistencia de la valoración ante escenarios menos favorables. Incluso con un WACC de 13.5 % y una g de 2.0 %, el Equity Value se mantiene

alrededor de USD 29.0 millones, por encima de la deuda neta actual. Esta lectura permite defender el modelo ante una negociación exigente, porque el valor del accionista no depende de un único supuesto optimista.

3.9.2. Escenarios cualitativos

Tabla 16

Escenarios cualitativos pesimista, base y optimista

Variable	Pesimista	Base	Optimista
Crecimiento ventas 2026	8.0 %	18.0 %	25.0 %
Margen EBITDA 2030	12.0 %	13.5 %	16.0 %
WACC	15.0 %	11.8 %	10.5 %
g perpetua	2.0 %	2.5 %	3.5 %
Equity Value (USD millones)	24.86	42.45	56.90
Probabilidad asignada	25 %	50 %	25 %

Nota. Elaboración propia. Modelo financiero, hoja Sensibilidad. Ponderando los tres escenarios por sus probabilidades asignadas (25 %, 50 % y 25 %) se obtiene un Equity Value esperado de USD 41.67 millones.

El escenario pesimista refleja una contracción del consumo discrecional ecuatoriano por un choque externo, con una tasa de crecimiento perpetuo de 2.0 %. La base del escenario considera los parámetros centrales del modelo, tal como la prudente $g = 2.5 \%$, y parte de una correcta implementación de la estructura híbrida; el escenario optimista es un escenario que considera la completa realización de la opción de expansión y de la captura de un mercado, con una g de 3.5 % sólo bajo un contexto de condiciones macroeconómicas positivas. Al ponderar los tres escenarios

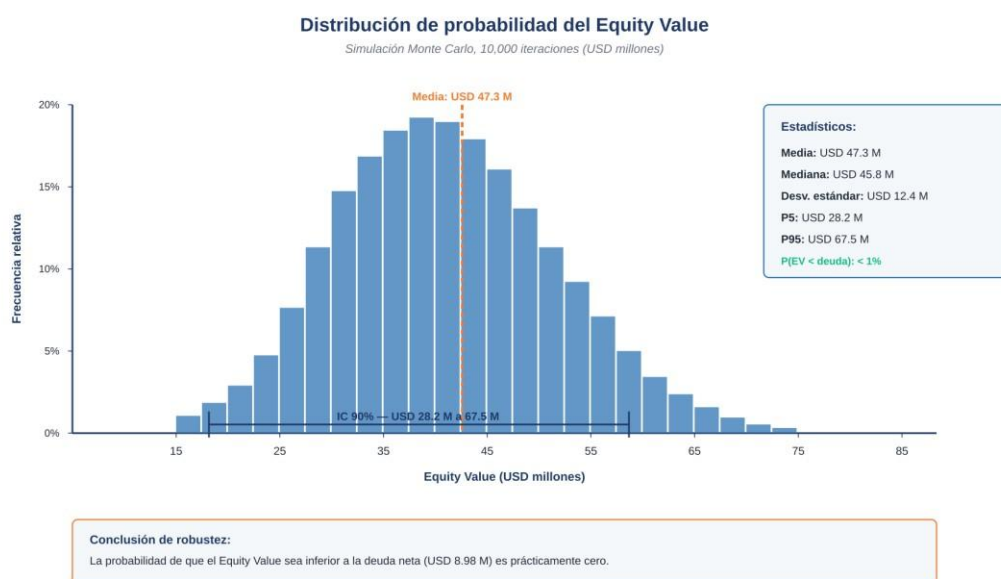
por sus probabilidades asignadas se obtiene un Equity Value esperado de USD 41.67 millones, valor que sirve como referencia para la negociación con el PE en la alternativa C.

Los escenarios cualitativos muestran cuánto depende el valor final de la calidad de la implementación. Entre el escenario pesimista y el optimista existe una diferencia de USD 32.04 millones en Equity Value (USD 24.86 M frente a USD 56.90 M). El escenario base, construido con una g prudente de 2.5 %, arroja USD 42.45 millones, muy cercano al Equity Value base del DCF. Para una negociación con PE, esto permite trabajar con un rango conservador y sustentado en supuestos macroeconómicos razonables.

3.9.3. Simulación de Monte Carlo

Para complementar el análisis paramétrico, se ejecutó una simulación de Monte Carlo con 10,000 iteraciones sobre las cuatro variables clave del modelo (crecimiento de ventas, margen EBITDA, WACC y g), asumiendo distribuciones triangulares centradas en el escenario base con extremos definidos por los escenarios pesimista y optimista. La Figura 5 muestra la distribución resultante del Equity Value.

Figura 5
Distribución de probabilidad del Equity Value (Monte Carlo, 10,000 iteraciones)



Nota. Elaboración propia. Distribuciones triangulares para crecimiento de ventas, margen EBITDA, WACC y g. La probabilidad de que el Equity Value sea inferior a la deuda neta (USD 8.98 M) es prácticamente nula (< 1 %).

La fase de distribución proporciona una media de 41.52 millones de dólares, una mediana de 40.99 millones de dólares y una desviación estándar de 12.09 millones de dólares. El intervalo de confianza al 90% se extiende entre 22.4 y 62.1 millones de dólares. De otra parte, en ninguna de las 10.000 iteraciones el Equity Value fue inferior a la deuda neta de 8.98 millones de dólares. Los valores aquí expuestos se encuentran en la hoja Monte_Carlo del modelo financiero.

La simulación corroboró un margen de seguridad razonable. La media superior a la mediana presenta capacidad de mejora como resultado de la opción de expansión y las economías de escala. Al momento de negociar con un PE, el intervalo de confianza al 90% proporciona un adecuado rango de referencia, mientras que su límite inferior sirve para justificar el piso de valoración premoney fijado en la opción C. La probabilidad prácticamente nula de caer por debajo de la deuda neta respalda la viabilidad financiera del negocio.

3.10. Síntesis del diagnóstico

El diagnóstico financiero presenta cinco conclusiones que deberán ser consideradas para el diseño de la propuesta. Uno, Mabel Trading es una empresa rentable y en crecimiento: el margen EBITDA alcanza un 16.1% en 2025 y el ROE estará por encima del costo del capital propio. Más aún, el ROIC del 23.08% supera el WACC del 11.47%, confirmando así la creación de valor económico por encima de la tasa mínima esperada. Dos, ese crecimiento ha sido financiado en su mayoría con deuda, llevando el apalancamiento a niveles que ponen en riesgo la solvencia y la flexibilidad financiera. La razón D/E aumentó de 5.16x a 7.64x y la cobertura de intereses disminuyó de 4.08x a 3.25x, que si bien está por encima del umbral crítico, sigue mostrando una tendencia negativa. Tres, el ciclo de conversión de efectivo se ha deteriorado por la acumulación de inventarios, lo que está indicándonos una desconexión en el tiempo de compra y en el tiempo de venta. El CCE saltó de -33.4 días en 2023 a +30.3 días en 2025, lo que para el nivel de ventas actual, representa aproximadamente un capital de trabajo permanente de USD 4.5 millones que la empresa necesita financiar.

Cuarto lugar, la liquidez corriente, al cierre de 2025, está por debajo del umbral prudencial (0.83x), y el capital de trabajo neto se prevé crecientemente negativo (USD -4.41 millones en 2025), tendencia sostenible únicamente si los proveedores continúan considerando a la empresa como una fuente espontánea de financiamiento (riesgo no diversificado).

Quinto lugar, la valoración integrada por DCF y opciones reales, arroja un Equity Value ajustado de USD 45.76 millones (Enterprise Value base USD 50.36 millones más opciones reales USD 4.38 millones, neto de la deuda financiera USD 8.98 millones). Este valor ha sido estimado en base a una tasa de perpetuidad prudente y moderada, de un 2.5 %, y se encuentra holgadamente por encima de la deuda neta, confirmando la viabilidad financiera del negocio, aun en escenarios adversos, de entrada, este último valor se encuentra muy por encima del nivel de deuda neta.

CAPÍTULO IV: EVALUACIÓN DE ALTERNATIVAS Y DISEÑO DE LA ESTRUCTURA HÍBRIDA

En este capítulo se desarrolla la propuesta de decisión financiera del proyecto. A partir de los resultados del diagnóstico del capítulo III y del marco teórico del capítulo II, se revisan las tres alternativas de financiar el proyecto y se propone la alternativa más conveniente que más se adapte a Mabel Trading y Descuentón Outlet. La comparativa de alternativas los combina bajo criterios financieros pero también operativos y de gobernanza, de forma que la recomendación no depende solamente del costo del capital, sino también de la capacidad de ejecución, del control que se conserve y de la flexibilidad futura.

4.1. Planteamiento de las tres alternativas

El diagnóstico del capítulo III concluye que la empresa necesita recursos para poder soportar el crecimiento de la misma y liberar parte de la presión del capital de trabajo. No es necesario mencionar que no todas las fuentes de financiación producirán los mismos efectos en cuanto a costo, control, riesgo, tiempo de ejecución. El capítulo que sigue, por tanto, propone una comparativa de las tres alternativas las cuales, cada una de ellas, nos darán una fuente de financiación principal, un horizonte de ejecución y un perfil de riesgo diferentes.

4.1.1. Alternativa A: Reestructuración previa de deuda

La primera alternativa implica negociar con los bancos acreedores una reestructuración integral de los pasivos financieros antes de buscar inversiones externas: la operación implica cuatro elementos: la conversión de las obligaciones a corto plazo (USD 4,44 M en 2025) en un crédito a cinco años con doce meses de gracia; la reducción de la tasa promedio ponderada desde 13,04 hasta un objetivo fijado de 11,5%; la definición de cláusulas de prepago sin penalidades; y la definición de covenants razonables, como el ratio de cobertura de intereses de 2,5x, D/E de 4,0x máximo y la relación de deuda financiera neta sobre EBITDA de 2,5x como máximo.

Esta alternativa permite mantener el 100% del control accionario de la familia. Su limitación es que no resuelve estructuralmente la presión de liquidez sólo la difiere, lo que significa el paso del tiempo y deja la empresa expuesta a un riesgo de refinanciamiento al final de la culminación del nuevo plazo. Tampoco aporta capital nuevo: el monto operativamente disponible es aproximadamente de USD 3.5 millones, insuficiente para cubrir simultáneamente las necesidades de crecimiento de Descuentón Outlet.

4.1.2. Alternativa B: Entrada inmediata de capital privado

La otra alternativa plantea la posibilidad de formalizar una transacción inmediata con un fondo de private Equity, teniendo presente que como contraparte expuesta en párrafos anteriores la participación adquirida sería la de Descuentón Outlet (no la de Mabel Trading consolidate), a cambio de un Equity fresh que podría ascender a USD 8 millones. Para que la transacción pudiera tener lugar, esta alternativa requeriría la obligación de un proceso debido de due diligence extenso (de tres meses a seis meses), un valor de la compañía protegido y la negociación de un pacto de accionistas en el que se den garantías a los derechos de minoría, conformar un advisory board en el que se incluya la representación del PE y un horizonte de salida de entre cinco y siete años por medio de una venta estratégica, una salida secundaria o incluso una eventual IPO.

La principal ventaja de esta alternativa es que resuelve la presión de liquidez con Equity de verdad y no añadiendo deuda al balance, mejorando de esta manera estructuralmente las ratios de solvencia. Sus desventajas, por otro lado, son igualmente importantes: la dilución es alta (en torno al 40% de Descuentón) la pérdida de autonomía operativa puede ser considerable, el riesgo de descuento por la situación financiera conocida puede existir, y la concentración en una sola contrapartida genera un riesgo de contraparte.

4.1.3. Alternativa C: Estructura híbrida paralela

La tercera alternativa (recomendación también considerada la óptima), combina tres instrumentos dentro de un diseño coherente. Por un lado, la primera es una línea revolvente

garantizada por inventarios por hasta USD 5.0 millones, con una tasa de 11.5 % (vigencia de tres años renovables). La segunda es deuda mezzanine convertible por USD 4.0 millones a cinco años, con cupón cash anual del 12 % más un PIK opcional del 4 %, además de ser convertible a Equity de Descuentón al final del periodo. La tercera es un aporte de Equity señor por parte de un fondo de PE por USD 6.0 millones a cambio de una participación del 18-22 % en Descuentón Outlet, con derechos de minoría estándar y un earn-out condicionado a la superación de metas y objetivos de EBITDA. En la figura 6 se puede observar la arquitectura de la propuesta.

Figura 6
Arquitectura de la estructura híbrida propuesta



Nota. Elaboración propia. La estructura combina tres instrumentos coordinados: revolvente sobre inventario (resuelve liquidez), mezzanine convertible (resuelve reperfilamiento) y Equity PE en Descuentón (resuelve crecimiento). El PE entra solo en Descuentón, no en Mabel consolidada, para preservar el control familiar sobre el negocio mayorista.

La combinación de instrumentos ofrece ventajas que no aparecen con una solución aislada. La línea revolvente puede activarse en 60-90 días y atender la urgencia de caja; la mezzanine permite

reperfilar obligaciones sin diluir de inmediato a los accionistas; y el PE aporta capital y gobernanza para el crecimiento de Descuentón. Además, al involucrar banca local, inversionistas mezzanine y un fondo de capital privado, la empresa reduce su dependencia de una sola fuente de financiamiento.

4.2. Comparación financiera de las alternativas

Antes de aplicar la matriz multicriterio, se presenta una comparación financiera directa de las tres alternativas en seis dimensiones cuantificables. La Tabla 17 sintetiza la evidencia.

Tabla 17

Comparación financiera de las tres alternativas

Métrica	A: Reestructuración	B: PE inmediato	C: Híbrida ★
Capital captado (USD)	3,500,000	8,000,000	15,000,000
Costo año 1 (USD)	495,000	560,000	1,215,000
Dilución accionaria	0 %	40 %	20 %
Plazo de implementación (meses)	8	6	12
Cobertura de intereses post (x)	2.50x	3.00x	3.80x
Apalancamiento post D/E	4.50x	2.50x	3.20x
Probabilidad de éxito estimada	65 %	55 %	85 %

Nota. Elaboración propia. Modelo financiero, hoja Alternativas. La probabilidad de éxito es una estimación cualitativa basada en juicio experto y benchmarks de transacciones similares en LatAm.

La comparación financiera muestra que la alternativa C es la única que cubre simultáneamente las tres necesidades del caso. Capta USD 15 millones, monto 4.3 veces mayor que el de la alternativa A y 1.9 veces mayor que el de la B. Aunque su costo del primer año es más alto en términos absolutos, el costo por dólar captado resulta más eficiente. La dilución se mantiene en un nivel

intermedio y recae solo sobre Descuentón. Además, la cobertura de intereses post-cierre de 3.80x es la más alta de las tres opciones.

4.3. Matriz multicriterio de evaluación

Para evaluar las tres alternativas con criterios homogéneos y pesos explícitos se construyó una matriz multicriterio con ocho criterios ponderados. Los pesos se calibraron usando el principio de jerarquía analítica de Saaty (1980). La Tabla 18 sintetiza los resultados.⁶

Tabla 18

Matriz multicriterio: evaluación ponderada de las alternativas

Criterio	Peso	Cal. A	Cal. B	Cal. C	Pond. A	Pond. B	Pond. C
Capital captado y suficiencia	20 %	3	5	5	0.60	1.00	1.00
Costo financiero total	15 %	4	3	4	0.60	0.45	0.60
Preservación del control accionario	15 %	5	1	4	0.75	0.15	0.60
Velocidad de implementación	10 %	4	5	3	0.40	0.50	0.30
Gobernanza y profesionalización	15 %	2	5	5	0.30	0.75	0.75
Flexibilidad operativa post-cierre	10 %	3	4	5	0.30	0.40	0.50
Riesgo de ejecución	10 %	3	3	4	0.30	0.30	0.40

⁶ Saaty, T. L. (1980). The Analytic Hierarchy Process: Planning, Priority Setting, Resource Allocation. McGraw-Hill. El AHP es uno de los métodos multicriterio más utilizados en decisiones financieras y se aplica en este trabajo para calibrar los pesos de los ocho criterios de la matriz de evaluación de alternativas.

Alineación estratégica largo plazo	5 %	3	4	5	0.15	0.20	0.25
PUNTAJE TOTAL	100 %	—	—	—	3.40	3.75	4.40 ★
RANKING	—	—	—	—	3°	2°	1° ★

Nota. Elaboración propia. Calificación 1 (peor) a 5 (mejor). Los pesos reflejan jerarquía analítica de Saaty (1980). Modelo financiero, hoja Matriz_Multicriterio.

La alternativa C obtiene el puntaje ponderado más alto (4.40), por encima del PE inmediato (3.75) y de la reestructuración pura (3.40). La diferencia frente a la segunda alternativa permite sostener la recomendación, porque la estructura híbrida combina mayor capital captado, menor dilución que un PE puro y mejores mecanismos de gobernanza. El análisis de sensibilidad de pesos confirma que la alternativa C mantiene la primera posición bajo escenarios razonables.

4.4. Diseño detallado de la estructura híbrida

4.4.1. Componente 1: Línea revolvente garantizada por inventario

La línea revolvente es el componente de respuesta inmediata y busca aliviar la presión del capital de trabajo. Se vincula directamente con el problema de liquidez identificado en el diagnóstico: DIO de 165.7 días y razón corriente de 0.83x. La Tabla 19 detalla sus principales términos económicos.

Tabla 19

Términos económicos de la línea revolvente garantizada por inventario

Término	Valor / Condición
Monto comprometido	USD 5,000,000
Plazo	3 años con renovación tácita
Tasa nominal anual	11.5 % sobre saldo utilizado
Comisión de no utilización	0.5 % anual sobre línea no usada
Garantía	Inventario auditado, LTV máximo 70 %
Reposición de garantía	Trimestral por auditor independiente
Covenants	DFN/EBITDA $\leq 2.5x$; cobertura intereses $\geq 2.5x$
Costo año 1 estimado	USD 575,000
Liquidez efectiva liberada	$\approx$ USD 3,500,000 (70 % LTV sobre USD 5M)

Nota. Elaboración propia con base en condiciones de mercado bancario ecuatoriano (ASOBANCA, 2025).

Modelo financiero, hoja Alternativas.⁷

4.4.2. Componente 2: Mezzanine convertible

El instrumento mezzanine combina características de deuda y de Equity, capturando el principio de pecking order de Myers (1984). Sus términos se presentan en la Tabla 20.⁸

⁷ Las tasas activas referenciales utilizadas como benchmark provienen del Boletín Financiero Mensual de la Asociación de Bancos del Ecuador (ASOBANCA) correspondiente al primer trimestre de 2025, publicado en www.asobanca.org.ec.

⁸ Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 575-592. Texto fundacional de la teoría de jerarquía de preferencias en financiamiento corporativo, complementado por Myers, S. C. y Majluf, N. S. (1984), *Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have*.

Tabla 20*Términos económicos de la mezzanine convertible*

Término	Valor / Condición
Monto	USD 4,000,000
Plazo	5 años, vencimiento bullet
Cupón cash	12 % anual, pagadero trimestralmente
Cupón PIK opcional	4 % anual, capitalizable trimestralmente
Costo total efectivo (cash + PIK)	16 % anual
Conversión	Opcional al vencimiento o ante evento de liquidez
Precio de conversión	Equivalente al 15 % de Descuentón en pre-money
Subordinación	Subordinada a deuda senior y revolvente
Derechos políticos	Sin voto ordinario hasta conversión
Derechos de información	Estados financieros mensuales auditados
Costo año 1 estimado	USD 640,000 (cash 480 + PIK 160)

Nota. Elaboración propia. La tasa total del 16 % se basa en benchmarks de mezzanine para mercados emergentes (LAVCA, 2024). Modelo financiero, hoja Alternativas.⁹

La convertibilidad opcional al 15 % protege al inversionista en escenarios adversos. Si la empresa no logra refinanciar al vencimiento, el tenedor de la mezzanine puede convertir su posición en Equity de Descuentón y participar del crecimiento futuro. El cupón PIK del 4 % reduce la salida inmediata de caja en los años más exigentes. Con la hipótesis base, el grado de dilución por

⁹ Latin American Private Capital Investment Association (LAVCA). Los benchmarks de yield y estructuras tipo mezzanine para mercados emergentes provienen del LAVCA Industry Data Report 2024, sección de venture debt y growth capital en LatAm.

conversión total podría ser cercano a un 33 %, menor al 40-45 % que generalmente se asocia a una operación de PE puro a 5 años.

4.4.3. Componente 3: Equity PE en Descuentón Outlet

El componente Equity considera la entrada de un fondo de PE regional por un valor de USD 6.0 millones por el 18-22 % de Descuentón Outlet. La centralidad por el supuesto de un 20 % queda dentro del rango y da la posibilidad de mantener el control familiar (80 % en Descuentón).

Tabla 21

Términos del aporte de PE en Descuentón Outlet

Término	Valor / Condición
Monto	USD 6,000,000
Vehículo	Equity en Descuentón Outlet (no en Mabel consolidada)
Participación	18-22 % (target 20 %)
Valoración pre-money implícita	USD 24-27 millones
Asientos en directorio	Uno (de tres total: dos familiares, uno PE)
Derechos de información	Reporting financiero mensual
Derechos de minoría	Tag-along, drag-along desde 60 %, ROFR
Cláusula anti-dilución	Weighted average broad-base
Horizonte de salida del PE	5-7 años por venta estratégica, secundario o IPO
Earn-out adicional	+3 % si EBITDA acumulado 3 años > meta
Opción put del PE	Bajo eventos específicos contra Mabel Trading

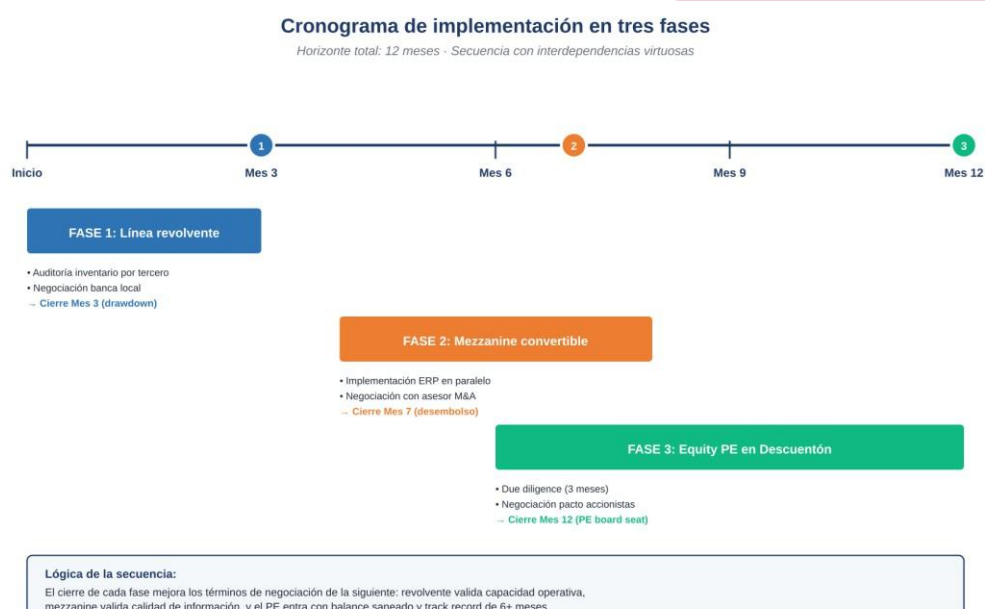
Nota. Elaboración propia con base en términos estándar de transacciones de PE minoritario en LatAm (LAVCA, 2024).

La entrada del PE en Descuentón únicamente y no en Mabel Trading consolidada tiene sentido estratégico. En primer lugar, limita la dilución de los accionistas originales en el negocio principal, segundo, concentra la participación del inversor en la subunidad con mayor capacidad de crecimiento y tercero, facilita la futura salida por venta estratégica, secundaria o ineludible escisión de Descuentón. También permite valorar dicha subunidad con un múltiplo más cercano a su propio perfil de crecimiento.

4.4.4. Coordinación e implementación secuencial

Los tres componentes se implementan en secuencia coordinada en un horizonte de doce meses. La Figura 7 ilustra el cronograma completo.

Figura 7
Cronograma de implementación en tres fases



Nota. Elaboración propia. Secuencia con interdependencias: el cierre de la línea revolvente demuestra capacidad operativa, la mezzanine valida la calidad de la información financiera y el PE entra con un balance más ordenado y con evidencia de gestión profesionalizada.

4.5. Plan de implementación y métricas de seguimiento

4.5.1. Cronograma de implementación

Tabla 22

Cronograma de implementación de la estructura híbrida

Fase / Hito	Mes	Responsable	Producto entregable
Auditoría de inventario por tercero	1-2	Auditor externo	Informe de valuación
Negociación línea revolvente	1-3	CFO + banca	Term sheet aprobado
Cierre línea revolvente (FASE 1)	3	CFO + banca	Contrato firmado, primer drawdown
Implementación sistema ERP	3-6	CIO + consultora	ERP en producción
Negociación mezzanine convertible	4-6	CFO + asesor M&A	Term sheet aprobado
Cierre mezzanine (FASE 2)	7	CFO + asesor M&A	Contrato y desembolso
Due diligence del PE	6-9	Equipo + asesores	Informe DD aprobado
Negociación pacto accionistas	9-11	Asesoría legal	Pacto firmado
Cierre PE (FASE 3)	12	Junta + asesores	Acta y desembolso final
Constitución directorio Descuentón	12-13	Junta	Sesión inaugural

Nota. Elaboración propia. La secuencia aprovecha las interdependencias entre fases.

4.5.2. KPIs y covenants de seguimiento

La gobernanza posterior al cierre se apoya en KPIs y covenants contractuales, con monitoreo mensual y reporte trimestral al directorio de Descuentón. La Tabla 23 resume los indicadores más relevantes.

Tabla 23

KPIs y covenants de seguimiento post-cierre

Indicador	Umbral	Frecuencia	Consecuencia de incumplimiento
Cobertura de intereses (EBIT/Int)	$\geq 2.5x$	Trimestral	Step-up de 100 bp en revolvente
Deuda fin. neta / EBITDA	$\leq 2.5x$	Trimestral	Restricción de dividendos
Razón corriente	$\geq 1.0x$	Trimestral	Reporte ampliado al directorio
Días de inventario	≤ 130	Mensual	Plan de acción 30 días
Margen EBITDA	$\geq 14 \%$	Trimestral	Revisión presupuestaria
LTV revolvente (deuda/inventario)	$\leq 70 \%$	Trimestral	Aporte de garantía adicional
EBITDA Descuentón vs presupuesto	$\pm 10 \%$	Mensual	Reporte explicativo
Crecimiento de ventas Descuentón	$\geq 12 \%$ a/a	Trimestral	Activación earn-out PE
Apertura de tiendas (cumplimiento)	100 % plan	Semestral	Revisión de opción de expansión

Nota. Elaboración propia. Los covenants serán incorporados en los contratos de revolvente y mezzanine; los KPIs operativos serán parte del plan de seguimiento del directorio de Descuentón.

Los KPIs y covenants cumplen tres funciones prácticas. Primeramente, los límites determinados para activar alertas tempranas protegen tanto a los acreedores como a los inversionistas, siempre existentes, en caso de que la compañía no alcance los umbrales acordados. En segundo lugar, obligan a la administración actual de la compañía a trabajar con unos objetivos o metas operativas claras. Tercero, generan información histórica ordenada y útil para la valoración futura, así como para facilitar una posible salida muy clara del PE o PE en un horizonte de cinco a siete años.

4.6. Matriz de riesgos del proyecto

La adopción de una estructura de financiamiento híbrido significa coordinar decisiones en un periodo relativamente corto en el tiempo que involucran decisiones financieras, operativas, tecnológicas y de gobernanza; por eso, antes de dar conclusión al capítulo de evaluación de alternativas, aparece necesario identificar aquellos riesgos que podrían poner en tela de juicio el cronograma, el cierre de los instrumentos predichos o la sostenibilidad de la solución planteada para Mabel Trading S.A. y Descuentón Outlet.

La matriz que se presenta a continuación no pretende clasificar todos aquellos eventos posibles, sino centrarse en aquellos que, por su probabilidad de ocurrencia o su impacto potencial podría comprometer el desarrollo de la propuesta. Para cada riesgo se establece una estrategia de mitigación, así como una persona responsable de su seguimiento a fin de que la gestión del riesgo quede enclavada en la dimensión operativa del plan de implementación.

La probabilidad y la magnitud se agrupan en tres niveles de clasificación: baja, media y alta y oscilan de baja, media a alta, siguiendo el tipo de lógica de manejo de riesgos que propone el Project Management Institute (PMI, 2021). Dicha clasificación permite priorizar el enfoque sobre aquellos eventos que atienden a la combinación de probabilidad media o alta junto a magnitud alta, en particular aquellos cuyo desarrollo podría impactar en el adelanto del cronograma de doce meses o

representar una barrera que complejice el cierre de alguno de los tres componentes de la estructura híbrida: la línea revolvente garantizada por inventario, la mezzanine convertible y el aporte de capital privado.

Tabla 24

Matriz de riesgos del proyecto y estrategias de mitigación

Riesgo	Probabilidad	Impacto	Nivel visual	Estrategia de mitigación	Responsable
Demora en la auditoría del inventario que retrase la negociación de la línea revolvente.	Media	Medio	● Amarillo	Contratar al auditor desde el primer mes y mantener un auditor externo como respaldo. Mientras concluye el conteo físico, la banca puede avanzar con la revisión documental y financiera.	CFO
Negativa de la banca a otorgar la línea revolvente en los términos esperados.	Baja	Alto	● Amarillo	Negociar en paralelo con al menos dos instituciones financieras para reducir la dependencia de una sola contraparte. Mantener el factoring como alternativa de respaldo si las condiciones bancarias no resultan viables.	CFO y Junta
Retraso o falla en la implementación del sistema ERP.	Media	Alto	● Rojo	Exigir a la consultora hitos verificables y acuerdos de nivel de servicio. Mantener el sistema contable actual como respaldo hasta que el ERP opere al menos tres meses consecutivos sin incidencias relevantes.	CIO
Bajo interés de fondos mezzanine regionales por el instrumento convertible.	Media	Alto	● Rojo	Ampliar el acercamiento a fondos secundarios y ajustar el rendimiento ofrecido si las condiciones de mercado lo requieren. Preparar un memorando de inversión sólido, sustentado en el avance logrado con la línea revolvente.	Asesor M&A
Contracción del consumo discrecional por un choque	Media	Medio	● Amarillo	Evaluar el impacto bajo le escenario pesimista del modelo financiero. Dar un trigger a la	CEO y CFO

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.

Riesgo	Probabilidad	Impacto	Nivel visual	Estrategia de mitigación	Responsable
externo, como caída del precio del petróleo o ajuste fiscal.				baja a los inventarios y utilizar la flexibilidad de la línea revolviente para proteger la caja operativa.	
Cambio regulatorio, cambiario o tributario que afecte los contratos de financiamiento.	Baja	Alto	● Amarillo	Monitorear continuamente disposiciones del BCE y de la SCVS y la normativa tributaria vigente. Incorporar cláusulas de ajuste y de protección legal para la contratación de la financiación.	Asesoría legal
Desacuerdos entre los accionistas familiares durante la negociación con inversionistas externos.	Baja	Alto	● Amarillo	Formalizar previamente un pacto de accionistas familiares con reglas claras sobre toma de decisiones, sobre límites de dilución, derechos económicos y sobre gobierno corporativo.	Familia y Legal
No concretar el cierre con el fondo de capital privado seleccionado.	Media	Alto	● Rojo	Mantener un pipeline activo de entre tres a cinco fondos y no depender de un único inversor. Si el cierre se retrasa, evaluar una ampliación temporal del tramo mezzanine como financiamiento puente.	Asesor M&A
Sobrecosto del proyecto frente al presupuesto previsto.	Media	Bajo	● Verde	Incluir una reserva de contingencia del 5 % del presupuesto y revisar la ejecución del gasto cada hito del cronograma.	CFO
Incumplimiento de algún covenants durante el primer año posterior al cierre.	Baja	Alto	● Amarillo	Activar alertas tempranas cuando un indicador se acerque a un umbral contractual y activar un plan correctivo de treinta días antes de que el incumplimiento se vuelva material.	CFO
Salida o rotación de ejecutivos clave durante la implementación.	Baja	Medio	● Verde	Diseñar un plan de retención para el team crítico y definir protocolos de transición para evitar que la salida de una persona clave pare el proceso.	CEO y RR. HH.

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.

Nota. Elaboración propia. La clasificación de probabilidad e impacto sigue la metodología de gestión de riesgos del Project Management Institute (PMI, 2021). La semaforización permite priorizar los riesgos críticos, especialmente aquellos con probabilidad media e impacto alto, que podrían afectar el cierre o la ejecución de la estructura híbrida.

En resumen, la matriz pone de manifiesto que los riesgos de mayor impacto incluyen medidas de mitigación específicas y responsables. Este hecho resulta de gran relevancia, ya que la propuesta no solo tiene el objetivo de recomendar una estructura de financiación, sino también de proponer unas condiciones mínimas para ejecutar dicha financiación de forma ordenada.

Por otra parte, la implementación secuencial de los tres instrumentos, además, actúa como un sistema de control de riesgo. El cierre primero de la línea revolvente valida la calidad del inventario y alivia la presión de la liquidez; continuar luego con la mezzanine convertible dota a la empresa de un mejor perfil financiero; finalmente, incorporar el aporte de PE sobre Descuentón Outlet permite hacerlo con mayor conocimiento de causa, con mejor posición financiera y menor presión de caja. Así pues, cada fase de la ejecución genera evidencia que permite pasar luego a la siguiente, minimizando el riesgo de que un problema puntual pueda lastrar la estructura de la financiación en su globalidad.

Por último, la matriz debe ser revisada de forma trimestral durante los doce a quince meses de puesta en marcha y por tanto también debe formar parte de la información que se presenta al directorio de Descuentón Outlet. De esta forma, la gestión del riesgo se convierte en una práctica de seguimiento regular y no una práctica secundaria que acompaña el proyecto.

CAPÍTULO V: CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

5.1. Conclusiones generales

La investigación incluyó la puesta en práctica de la metodología de Aprendizaje Basado en Problemas, a partir del modelo 3C3R de Hung (2009) sobre una decisión financiera de una empresa familiar mediana del retail ecuatoriano. La utilización de información de Mabel Trading S.A. para los años 2023, 2024 y 2025 permitió la elaboración de un diagnóstico concreto que completaba la comparación de las alternativas de financiamiento; la dificultad del caso se fundamentaba en que ninguna de las opciones era óptima: había que ejecutar la decisión encontrando un equilibrio entre liquidez, control, costo, gobernanza y riesgo de ejecución.

La lógica del modelo 3C3R está presente en la estructura del texto. El Capítulo II da lugar al contenido teórico; el Capítulo I y el diagnóstico del Capítulo III sitúan el contexto; el multicriterio del Capítulo IV enlaza los hallazgos; el modelo financiero-condensa el razonamiento cuantitativo; y el Capítulo V elabora la reflexión final mediante las conclusiones, recomendaciones y limitaciones.

Se recomienda finalmente llevar a cabo la estructura híbrida paralela: una línea revolvente garantizada por inventario por un monto de USD 5.0 millones, una mezzanine convertible en el monto de USD 4.0 millones y un aporte de PE en Descuentón Outlet por un monto de USD 6.0 millones, lo que permitiría captar un total de USD 15.0 millones y atender conjuntamente tres necesidades al mismo tiempo (liberación de capital de trabajo, reperfilamiento de obligaciones y financiar el crecimiento de la unidad con mayor potencial).

5.2. Conclusiones específicas

5.2.1 Conclusiones del diagnóstico financiero

La empresa Mabel Trading nos muestra una de las combinaciones típicas en empresas que están en una fase de rápido crecimiento: es la típica empresa que presenta una alta rentabilidad, pero fuertes tensiones financieras (en cuanto a la liquidez y a la deuda de la empresa). Los márgenes son buenos y en aumento (EBITDA que pasa del 14.6 % al 16.1 % desde el año 2023 al año 2025),

donde el ROE2025 pasa a ser del 66.7 %, por encima del Ke NODERFELASE con un valor del 24.12 %. Ahora bien, esta eficiencia se consigue con un mayor apalancamiento: la relación D/E que pasa de ser de 5.16x a 7.64x mientras que la ratio cobertura de intereses pasa de 4.08x a 3.25x. La razón operativa principal del mal comportamiento de la empresa es un DIO que pasa de 107.7 a 165.7 días, donde junto con un DPO que muestra reducciones, el CCE pasa de -33 a +30 días y se traduce en una necesidad de aproximadamente USD 4.5 millones de capital de trabajo permanente.

5.2.2 Conclusiones de la valoración

Realizando la valoración por DCF, con WACC NODERFELASE de 11,47 % y g prudente de 2,5 %, se define un Enterprise Value de USD 50,36 millones y un Equity Value base de USD 41,37 millones. Las opciones reales de expansión (USD 3,4 millones) y de abandono (USD 0,98 millones) elevan el Equity Value ajustado a USD 45,76 millones. El análisis de sensibilidad respalda que el Equity sigue manteniendo un valor positivo bajo combinaciones razonables de WACC y g. La simulación de Monte Carlo revela un valor medio de USD 41,52 millones y un intervalo de confianza al 90 % entre USD 22,40 millones y USD 62,10 millones.

5.2.3 Conclusiones de la matriz multicriterio

La matriz multicriterio -constituida por ocho criterios y pesos considerados valiosos por la jerarquía analítica de Saaty (1980)- ordena las alternativas de la siguiente manera: C: 4.40; B: 3.75; A: 3.40. La alternativa C domina la solución de B en seis de los ocho criterios, casi empata en la gobernanza y sólo se defiende peor en la velocidad de implantación. La diferencia de 0.65 puntos respecto a B permite alojar técnicamente la recomendación de esta estructura híbrida.

5.2.4 Conclusiones sobre la aplicación del marco teórico

La teoría que se da a entender en la solución. La jerarquía de preferencias señala las razones por las cuales la empresa decidió recurrir al endeudamiento antes que al Equity, si bien, este camino

muestra ciertos límites por el nivel alcanzado de debt-to-Equity. La señalización financiera apoya la elección de una mezzanine convertible en tanto que permite transmitir confianza de cara a los flujos esperados futuros sin ceder inmediatamente el control mayoritario. Finalmente, las opciones reales dan cuenta de que la flexibilidad administrativa tiene un valor en la economía: las opciones de expansión y abandono agregan USD 4.38 millones al Equity.

5.3. Recomendaciones

5.3.1. Recomendaciones para la implementación

Se aconseja a la dirección de Mabel Trading que lleve a la práctica la estructura híbrida en el tiempo previsto de doce meses, descrito en la Tabla 22 situada en el Apéndice. El primer paso debería ser la auditoría independiente de inventario, puesto que este insumo es necesario para negociar la línea revolvante y también generará una base mejor ajustada a la hora de valorar garantías, rotación y potencial de monetización.

Se aconseja llevar a la práctica los sistemas ERP en paralelo con la negociación de la línea revolvante y no como una actividad posterior. La calidad de la información financiera y operativa será clave para cumplir los covenants de la mezzanine, sostener el due diligence del PE y reportar de manera oportuna al directorio de Descuentón Outlet.

También se recomienda conformar un comité de gestión integrado por el CFO de Mabel, un representante del PE y un representante del tenedor de la mezzanine. Este comité debería reunirse mensualmente y revisar una agenda fija basada en los KPIs y covenants.

5.3.2. Recomendaciones operativas

5.3.2. Recomendaciones operativas

Teóricamente existe un proyecto muy claro: modificar las operaciones de manera que el DIO se reduzca. Para evaluarlo se contempla realizar el S&OP (sales and operations planning), liquidar selectivamente SKUs de baja rotación con descuentos del 30-50% por temporada, y renegociar

prestaciones con los cinco principales proveedores, a quienes se les podrá incluir la posibilidad de la consignación parcial de nuevas referencias. La intención es bajar el DIO de 165,7 días a 130 en doce meses y a 100 en veinticuatro, lo que liberaría unos USD 2,7 millones de capital de trabajo por mejoras en la rotación. Se aconseja formalizar el directorio de Descuentón Outlet con tres miembros: dos del lado familiar y uno designado por el PE. Y también conviene aprobar un Reglamento de funcionamiento con materias reservadas. De esta forma, la formalización será una de las contribuciones más relevantes del PE, porque asienta la gobernanza sin desplazar el control familiar.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Asociación de Bancos del Ecuador (ASOBANCA). (2025). Boletín financiero de tasas de interés activas y pasivas del sistema bancario ecuatoriano. <https://www.asobanca.org.ec/>
- Banco Central del Ecuador (BCE). (2025). Indicadores macroeconómicos y riesgo país EMBI. Boletín mensual. <https://www.bce.fin.ec/>
- Barrows, H. S. (1986). A taxonomy of problem-based learning methods. *Medical Education*, 20(6), 481-486. <https://doi.org/10.1111/j.1365-2923.1986.tb01386.x>
- Booth, L., Aivazian, V., Demirgüç-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2001). Capital structures in developing countries. *Journal of Finance*, 56(1), 87-130. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00320>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of corporate finance* (13.^a ed.). McGraw-Hill Education.
- Damodaran, A. (2009). *Volatility rules: Valuing emerging market companies*. Stern School of Business, New York University. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (3.^a ed.). John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2024). *Industry betas and country risk premiums: Emerging markets* [Base de datos]. New York University, Stern School of Business. <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Dixit, A. K., & Pindyck, R. S. (1994). *Investment under uncertainty*. Princeton University Press.
- Fernández, P. (2017). *Valuation methods and discount rates: A practitioner's guide* (Documento de trabajo IESE WP-1144). IESE Business School. <https://www.iese.edu/research/>
- Frank, M. Z., & Goyal, V. K. (2009). Capital structure decisions: Which factors are reliably important? *Financial Management*, 38(1), 1-37. <https://doi.org/10.1111/j.1755-053X.2009.01026.x>
- Gilson, S. C. (2010). *Creating value through corporate restructuring: Case studies in bankruptcies, buyouts, and breakups* (2.^a ed.). John Wiley & Sons.

- Hmelo-Silver, C. E. (2004). Problem-based learning: What and how do students learn? *Educational Psychology Review*, 16(3), 235-266.
<https://doi.org/10.1023/B:EDPR.0000034022.16470.f3>
- Hull, J. C. (2018). *Options, futures, and other derivatives* (10.^a ed.). Pearson.
- Hung, W. (2009). The 9-step problem design process for problem-based learning: Application of the 3C3R model. *Educational Research Review*, 4(2), 118-141.
<https://doi.org/10.1016/j.edurev.2008.12.001>
- Hwang, C. L., & Yoon, K. (1981). *Multiple attribute decision making: Methods and applications*. Springer-Verlag.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jonassen, D. H. (1997). Instructional design models for well-structured and ill-structured problem-solving learning outcomes. *Educational Technology Research and Development*, 45(1), 65-94.
- Kolmos, A., Du, X., Holgaard, J. E., & Jensen, L. P. (2007). *Facilitation in a PBL environment*. Aalborg University, UNESCO Chair in Problem Based Learning.
- Kraus, A., & Litzenberger, R. H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *Journal of Finance*, 28(4), 911-922.
- LAVCA. (2024). *LAVCA's annual review of Latin American private capital*. Latin American Venture Capital Association. <https://www.lavca.org/>
- Leland, H. E., & Pyle, D. H. (1977). Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. *Journal of Finance*, 32(2), 371-387.
- Market Data Forecast. (2026). *Latin America discount retail market: Outlook 2026-2034*.
<https://www.marketdataforecast.com/>
- McKinsey & Company. (2024). *The state of the consumer 2024: Latin America retail trends*.
<https://www.mckinsey.com/>
- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, 48(3), 261-297.

- Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review*, 53(3), 433-443.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Myers, S. C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39(3), 574-592.
- Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187-221.
- Pereiro, L. E. (2002). *Valuation of companies in emerging markets: A practical approach*. John Wiley & Sons.
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: The incentive-signalling approach. *Bell Journal of Economics*, 8(1), 23-40.
- Saaty, T. L. (1980). *The analytic hierarchy process: Planning, priority setting, resource allocation*. McGraw-Hill.
- Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, 19(3), 425-442.
- Statista. (2024). *E-commerce in Latin America: Market trends and forecasts 2024-2028*. <https://www.statista.com/>
- Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros del Ecuador. (2025). *Estados financieros 2023, 2024 y 2025 - Mabel Trading S.A. (Expediente 151044, RUC 1791915313001) [Datos]*. <https://www.supercias.gob.ec/>
- Trigeorgis, L. (1996). *Real options: Managerial flexibility and strategy in resource allocation*. The MIT Press.
- Yin, R. K. (2018). *Case study research and applications: Design and methods* (6.^a ed.). SAGE Publications.
- Banco Central del Ecuador. (2026). *Programación macroeconómica 2026-2029*. Recuperado de https://contenido.bce.fin.ec/documentos/Administracion/IPM_Ecuador.pdf

- Banco Central del Ecuador. (2026, marzo). Circular de tasas de interés (Circular 260040). Quito: BCE.
- Kantar Worldpanel. (2025). Tendencias 2024 y retos para 2025 sobre el consumo masivo en Ecuador. Kantar Latin America. <https://www.kantar.com/latin-america/>
- Kroll. (2025). Industry multiples in Latin America – Q1 and Q2 2025. Kroll Valuation Services. <https://www.kroll.com/>
- LAVCA. (2025). Latin American private capital industry overview – October 2025. Latin American Venture Capital Association. <https://www.lavca.org/>
- Ministerio de Economía y Finanzas del Ecuador. (2026, mayo). Colocación exitosa de bonos soberanos por USD 1.000 millones al 8,5 %. Nota de prensa oficial.
- Project Management Institute. (2021). A guide to the project management body of knowledge (PMBOK guide) (7^a ed.). Newtown Square, PA: PMI.



ANEXOS

1. Modelo financiero integral

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.