

Maestría en

Finanzas Corporativa

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

AUTORES:

Angie Viviana Toaquiza Reyes
Elluth Monsserrath Valarezo De la Torre
Jessica Andrea Pesantez Zhizhpon
Lizeth Marivel Vega Llanos
Fabián Alberto Neira Ocampo

**Fusión por Absorción de la Empresa
Embotelladora Andina S.A. a Bebidas Nacionales S.A.**

Quito, junio 2026

Certificación de autoría

Nosotros, **Angie Viviana Toaquiza Reyes, Elluth Monsserrath Valarezo De la Torre, Jessica Andrea Pesantez Zhizhpon, Lizeth Marivel Vega Llanos, Fabián Alberto Neira Ocampo** 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.



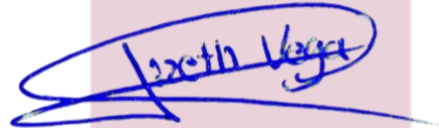
Firma del graduando
Angie Viviana Toaquiza Reyes



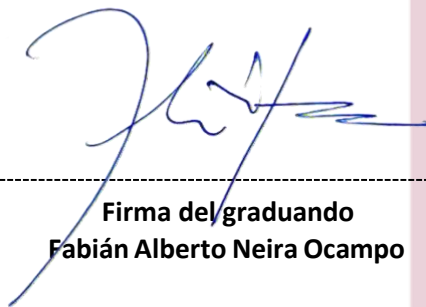
Firma del graduando
Elluth Monsserrath Valarezo De la Torre



Firma del graduando
Jessica Andrea Pesantez Zhizhpon



Firma del graduando
Lizeth Marivel Vega Llanos



Firma del graduando
Fabián Alberto Neira Ocampo

Autorización de Derechos de Propiedad Intelectual

Nosotros, **Angie Viviana Toaquizza Reyes, Elluth Monsserrath Valarezo De la Torre, Jessica Andrea Pesantez Zhizhpon, Lizeth Marivel Vega Llanos, Fabián Alberto Neira Ocampo**, en calidad de autores del trabajo de investigación titulado ***Fusión por Absorción de la Empresa Embotelladora Andina S.A. a Bebidas Nacionales S.A.***, autorizamos a la Universidad Internacional del Ecuador (UIDE) para hacer uso de todos los contenidos que nos pertenecen o de parte de los que contiene esta obra, con fines estrictamente académicos o de investigación. Los derechos que como autores nos corresponden, lo establecido en los artículos 5, 6, 8, 19 y demás pertinentes de la Ley de Propiedad Intelectual y su Reglamento en Ecuador.

D. M. Quito, junio de 2026



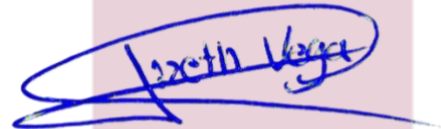
Firma del graduando
Angie Viviana Toaquizza Reyes



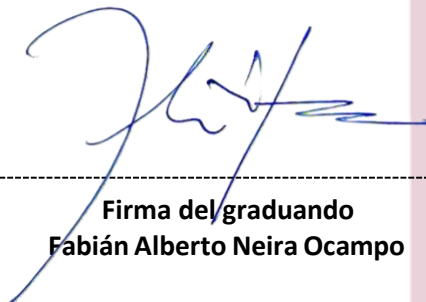
Firma del graduando
Elluth Monsserrath Valarezo De la Torre



Firma del graduando
Jessica Andrea Pesantez Zhizhpon



Firma del graduando
Lizeth Marivel Vega Llanos



Firma del graduando
Fabián Alberto Neira Ocampo

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, **Nombre del Director/a EIG y Coordinador/a UIDE**, declaramos que los graduandos: **Angie Viviana Toaquiza Reyes, Elluth Monsserrath Valarezo De la Torre, Jessica Andrea Pesantez Zhizhpon, Lizeth Marivel Vega Llanos, Fabián Alberto Neira Ocampo** 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
Fecha: 2026.07.10
08:04:51 +02'00'

Director/a de la
Maestría en Finanzas Corporativas



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

Coordinador/a de la
Maestría en Finanzas Corporativas



DEDICATORIA

Este proyecto refleja el resultado de un periodo repleto de enseñanzas, obstáculos y desarrollo personal. Lo dedicamos a quienes nos acompañaron a lo largo de este camino, proporcionándonos apoyo y frases alentadoras en los instantes más difíciles, así como a cada uno de nosotros, por nuestro empeño, la cooperación y la habilidad de mantenernos centrados en un único propósito; cada vivencia compartida y cada desafío enfrentado ayudaron a que hoy podamos festejar el logro de esta significativa meta educativa.

AGRADECIMIENTOS

Agradecemos a todas las personas que participaron tanto de forma directa como indirecta en la creación de este trabajo de investigación; a nuestros profesores por ofrecernos su sabiduría y guiarnos a lo largo de todo este trayecto, a la universidad por proporcionarnos los recursos esenciales para nuestro aprendizaje y a nuestros familiares y amigos por su incesante apoyo y entusiasmos. Su presencia fue esencial para lograr este objetivo y finalizar exitosamente esta significativa fase académica.

RESUMEN

El proyecto analiza la viabilidad financiera de la fusión por absorción de Embotelladora Andina S.A. sobre Bebidas Nacionales S.A., dos empresas vinculadas de la industria ecuatoriana de bebidas alcohólicas. Bebidas Nacionales enfrenta una situación de deterioro financiero con pérdidas acumuladas, alto endeudamiento y patrimonio prácticamente extinguido, condición que hace inviable su continuidad como empresa independiente. La fusión se plantea como la alternativa estratégica que permite integrar operaciones, fortalecer la capacidad productiva del negocio consolidado y detener el impacto negativo que las pérdidas de la subsidiaria generan sobre el grupo.

Mediante la aplicación de ocho metodologías de valoración y el análisis del estado de resultados proyectado, se demuestra que la entidad fusionada genera flujos de caja suficientes para atender sus obligaciones financieras reestructuradas, con una capacidad de pago creciente a lo largo del horizonte de cinco años. La estrategia de reestructuración preserva los activos estratégicos del grupo —incluyendo terrenos con potencial de revalorización— y propone su venta ordenada como mecanismo de cancelación anticipada de deuda. El modelo de gobernanza corporativa diseñado para la entidad resultante asegura la alineación entre los intereses de los accionistas y la sostenibilidad operativa y financiera del negocio consolidado en el mediano y largo plazo.

Palabras clave: fusión por absorción, viabilidad financiera, reestructuración de pasivos, sinergias operativas, gobernanza corporativa, valoración de empresas

ABSTRACT

This project analyzes the financial viability of the merger by absorption of Embotelladora Andina S.A. over Bebidas Nacionales S.A., two related companies in the Ecuadorian alcoholic beverages industry. Bebidas Nacionales faces a severe financial deterioration characterized by accumulated losses, high indebtedness, and near-extinguished equity, making its continuation as an independent entity financially unviable. The merger is proposed as the strategic alternative that integrates operations, strengthens the productive capacity of the consolidated business, and stops the negative impact that the subsidiary's losses generate on the group.

Through the application of eight valuation methodologies and the analysis of projected financial statements, the study demonstrates that the merged entity generates sufficient cash flows to service its restructured financial obligations, with growing debt coverage capacity over a five-year horizon. The restructuring strategy preserves the group's strategic assets — including land with appreciation potential — and proposes their orderly sale as an early debt repayment mechanism. The corporate governance model designed for the resulting entity ensures alignment between shareholder interests and the operational and financial sustainability of the consolidated business in the medium and long term.

Keywords: merger by absorption, financial viability, liability restructuring, operational synergies, corporate governance, business valuation

INDICE

CAPITULO 1 – INTRODUCCION	16
1.1 INTRODUCCIÓN	16
1.1.1 Identificación del Problema	16
1.2 NATURALEZA Y TIPO DE PROYECTO	17
1.3 OBJETIVO DE LA INVESTIGACIÓN	17
1.3.1 Objetivo general	17
1.3.2 Objetivos específicos	17
1.4 JUSTIFICACIÓN DEL PROBLEMA E IMPORTANCIA DE LA INVESTIGACIÓN	18
CAPITULO 2 – MARCO TEORICO	19
2.1 FUSIONES EMPRESARIALES	19
2.1.1 Concepto de Fusión Empresarial	19
2.1.2 Tipos de fusiones empresariales	20
2.2 VALORACIÓN DE EMPRESAS	21
2.2.1 Métodos de valoración	21
2.2.1.1 Métodos de valoración estáticos	21
2.2.1.2 Métodos de valoración dinámicos (Descuento de Flujos de Caja)	24
2.2.2 Modelo CAPM	27
2.2.3 Modelo NODERFELASE	28
2.2.4 Métodos de Valoración por Múltiplos	30
2.3 REESTRUCTURACIÓN FINANCIERA	32
2.4 CONSOLIDACIÓN DE ESTADOS FINANCIEROS	33

2.5 GOBERNANZA CORPORATIVA	35
CAPITULO 3 – VALORACIÓN & FUSIÓN	36
3.1 DIAGNOSTICO FINANCIERO	36
3.1.1 Perfil Empresarial de Embotelladora Andina S.A	36
3.1.2 Diagnostico Financiero de Embotelladora Andina S.A	38
3.1.3 Perfil Empresarial de Bebidas Nacionales S.A	40
3.1.4 Diagnostico Financiero de Bebidas Nacionales S.A	41
3.2 VALORACIÓN DE EMPRESAS	43
3.2.1 Valoración de Embotelladora Andina S.A	43
3.2.2 Valoración de Bebidas Nacionales S.A	60
3.2.3 Evaluación y Selección del Método de Valoración.....	76
3.3 CONSOLIDACIÓN DE ESTADOS FINANCIEROS Y REESTRUCTURACIÓN DE PASIVOS	79
3.3.1 Consolidación de Estados Financieros.....	79
3.3.2 Reestructuración de Pasivos.....	83
3.4 FUSIÓN Y GOBERNANZA	85
3.4.1 Proceso de Formalización Legal de la Fusión	85
3.4.2 Gobierno Corporativo Post-Fusión.....	87
3.4.3 Indicadores de Seguimiento y Creación de Valor.....	93
CAPITULO 4 – CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	96
4.1 CONCLUSIÓN GENERAL	96
4.2 VALORACIÓN DE EMBOTELLADORA ANDINA S.A. Y BEBIDAS NACIONALES S.A.....	96
4.3 REESTRUCTURACIÓN DEL PASIVO DE BEBIDAS NACIONALES S.A.....	97
4.4 GOBIERNO CORPORATIVO Y CREACIÓN DE VALOR	97

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.



4.5 RECOMENDACIONES	97
BIBLIOGRAFÍA	99

LISTA DE TABLAS

Tabla 1. Proceso de Análisis de Fusión por Absorción	36
Tabla 2. Ranking de Mercado de Bebidas Alcohólicas del Ecuador 2025	38
Tabla 3. Valoración por Método de Fondos Propios Embotelladora Andina (EA)	43
Tabla 4. Valoración por Método Ajustado EA	45
Tabla 5. Valoración por Método Liquidación EA	46
Tabla 6. Valoración por Método de Reposición EA	47
Tabla 7. Cálculo de Beta Apalancada CAPM EA	49
Tabla 8. Cálculo de Modelo Ke – CAPM EA	49
Tabla 9. Cálculo de Beta Cualitativa NORDEFELASE EA	50
Tabla 10. Cálculo de Modelo Ke – NODERFELASE EA	50
Tabla 11. Valoración por Dividendos EA	51
Tabla 12. Balance General Embotelladora Andina – Año Base y Proyección 5 años	53
Tabla 13. Estado de Resultados Embotelladora Andina – Año Base y Proyección 5 años	55
Tabla 14. FCF y ECF – Embotelladora Andina – Año Base y Proyección 5 años	56
Tabla 15. Cálculo Costo Promedio Ponderado del Capital – WACC EA	57
Tabla 16. Parámetros de Descuento de Flujos EA	57
Tabla 17. Free Cash Flow EA	58
Tabla 18. Valoración Método Enterprise Value (EV / WACC) - EA	58
Tabla 19. Equity Cash Flow EA	58
Tabla 20. Valoración Método Equity Value (EQV / Ke) - EA	59

Tabla 21. Valoración por Método de Fondos Propios Bebidas Nacionales (BN)	60
Tabla 22. Valoración por Método Ajustado BN	61
Tabla 23. Valoración por Método de Liquidación BN	62
Tabla 24. Valoración por Método de Reposición BN	63
Tabla 25. Cálculo de Beta Apalancada CAPM BN	64
Tabla 26. Cálculo de Modelo Ke – CAPM BN	65
Tabla 27. Cálculo de Beta Cualitativa NORDEFELASE BN	66
Tabla 28. Cálculo de Modelo Ke – NODERFELASE BN	66
Tabla 29. Valoración por Dividendos BN	67
Tabla 30. Balance General Bebidas Nacionales – Año Base y Proyección 5 años	69
Tabla 31. Estado de Resultados Bebidas Nacionales – Año Base y Proyección 5 años	71
Tabla 32. FCF y ECF – Bebidas Nacionales – Año Base y Proyección 5 años	72
Tabla 33. Cálculo Costo Promedio Ponderado del Capital – WACC BN	73
Tabla 34. Parámetros de Descuento de Flujos BN	73
Tabla 35. Free Cash Flow BN	74
Tabla 36. Valoración Método Enterprise Value (EV / WACC) - BN	74
Tabla 37. Equity Cash Flow BN	74
Tabla 38. Valoración Método Equity Value (EQV / Ke) - BN	75
Tabla 39. Resumen de Los Métodos de Valoración	77
Tabla 40. Asiento Contable de Consolidación de Estados Financieros	80
Tabla 41. Consolidación de Estados Financieros	82

Tabla 42. Consolidación de Estados Financieros.....	85
Tabla 43. Organigrama General Post-Fusión Embotelladora Andina S.A	88
Tabla 44. Organigrama División Operaciones y Calidad Embotelladora Andina S.A	89
Tabla 45. Organigrama División Comercial Embotelladora Andina S.A.....	90
Tabla 46. Organigrama División Administrativa Embotelladora Andina S.A.....	91
Tabla 42. Roles y Funciones Embotelladora Andina S.A.....	92

CAPITULO 1 – INTRODUCCION

1.1 Introducción

1.1.1 Identificación del Problema

Bebidas Nacionales S.A. es una empresa ecuatoriana dedicada a la producción y comercialización de bebidas alcohólicas, enfocada principalmente en licores destilados para el mercado nacional. Sus operaciones abarcan procesos de producción, embotellado y distribución mediante marcas con presencia local. Por su parte, Embotelladora Andina S.A. cuenta con más de sesenta años de trayectoria en la industria de bebidas, consolidando una amplia red comercial y de distribución. La compañía ha mantenido un crecimiento sostenido basado en innovación, calidad y cobertura de mercado, posicionándose como una de las empresas relevantes dentro del sector de bebidas en Ecuador y otros mercados regionales.

Desde la perspectiva societaria y financiera, Embotelladora Andina mantiene participación en el capital social de Bebidas Nacionales, generando una relación de vinculación económica directa entre ambas compañías. Como consecuencia, los resultados financieros y operativos de Bebidas Nacionales impactan de manera importante en la estructura financiera de Embotelladora Andina. Actualmente, Bebidas Nacionales enfrenta pérdidas recurrentes, baja liquidez, obligaciones vencidas y una limitada capacidad de generación de flujo de caja, derivadas principalmente de la disminución de ingresos y pérdida de participación de mercado. Esta situación ha incrementado el riesgo financiero y operativo para su accionista principal y ha deteriorado la sostenibilidad del negocio.

En este contexto, la fusión por absorción de Embotelladora Andina sobre Bebidas Nacionales surge como una alternativa estratégica orientada a integrar operaciones y fortalecer la sostenibilidad financiera del grupo empresarial. La operación busca eliminar duplicidades administrativas y operativas, optimizar

costos, mejorar eficiencias productivas y aprovechar las capacidades comerciales y logísticas de la empresa absorbente. Adicionalmente, se espera que la integración permita recuperar la generación de flujos de caja, fortalecer la capacidad de pago y mejorar la rentabilidad consolidada del negocio. De esta manera, la fusión se plantea como un mecanismo para estabilizar financieramente la operación y generar valor empresarial sostenible en el largo plazo.

Por temas de confidencialidad, se han modificado los nombres de las empresas reales con fines académicos.

1.2 Naturaleza y Tipo de Proyecto

El proyecto evalúa la Fusión de dos empresas relacionadas, Embotelladora Andina S.A. que es accionista de Bebidas Nacionales S.A.

1.3 Objetivo de la Investigación

1.3.1 Objetivo general

Evaluar la viabilidad financiera de la fusión por absorción de Embotelladora Andina S.A. sobre Bebidas Nacionales S.A., a través de la valoración de ambas empresas, la reestructuración del pasivo de la empresa objetivo y el diseño de un modelo de gobernanza corporativa para la entidad resultante, orientado a la creación de valor y la sostenibilidad financiera en el largo plazo.

1.3.2 Objetivos específicos

Los objetivos específicos se descomponen en tres, que a continuación se detallan:

- Determinar el valor razonable de Embotelladora Andina S.A. y Bebidas Nacionales S.A. mediante la aplicación de metodologías de valoración financiera.
- Diseñar estrategias financieras para la reestructuración del pasivo de Bebidas Nacionales S.A.,

identificando las obligaciones vencidas.

- Proponer un modelo de gobernanza corporativa para la empresa resultante de la fusión, asegurando la alineación entre los intereses de los accionistas y la sostenibilidad operativa y financiera del negocio consolidado en el mediano y largo plazo.

1.4 Justificación del Problema e Importancia de la Investigación

La presente investigación surge por la necesidad de analizar una situación de deterioro financiero de la empresa Bebidas Nacionales S.A. dentro de un grupo empresarial, por otro lado, Embotelladora Andina S.A. mantiene participación accionaria en Bebidas Nacionales S.A., empresa que actualmente presenta pérdidas recurrentes, problemas de liquidez, obligaciones vencidas y una reducción sostenida de ingresos y participación de mercado. Esta situación no solo afecta la sostenibilidad de Bebidas Nacionales, sino que también incrementa el riesgo financiero y operativo para Embotelladora Andina como accionista.

Ante este escenario, la fusión por absorción se plantea como una alternativa estratégica para integrar operaciones, optimizar costos, reestructurar obligaciones financieras y fortalecer la capacidad operativa y comercial del negocio consolidado. No obstante, una operación de esta naturaleza requiere un análisis financiero integral que permita determinar si la fusión genera valor económico, si las sinergias esperadas compensan el deterioro financiero de la empresa absorbida y si la estructura financiera y de gobernanza resultante será sostenible en el mediano y largo plazo.

CAPITULO 2 – MARCO TEORICO

1.1 Fusiones Empresariales

1.1.1 Concepto de Fusión Empresarial

Las fusiones empresariales constituyen una de las operaciones de reorganización corporativa de mayor complejidad e impacto financiero, dado que implican la integración patrimonial, operativa y jurídica de dos o más sociedades en una única entidad. Mascareñas (2011) define la fusión como la operación mediante la cual dos o más empresas, hasta entonces independientes, deciden unirse para formar una sola organización, transfiriendo la totalidad de sus activos, pasivos y patrimonio a la entidad resultante. Esta operación supone, en todos los casos, la disolución —sin liquidación— de al menos una de las sociedades participantes, cuya personalidad jurídica se extingue en el momento en que se perfecciona la integración.

Desde una perspectiva financiera, Mascareñas (2011) sostiene que una fusión no debe analizarse únicamente como un acto jurídico o administrativo, sino fundamentalmente como una decisión de inversión que debe evaluarse en función de su capacidad para generar valor económico sostenible. En este sentido, la viabilidad de una fusión depende de que el valor de la empresa combinada sea superior a la suma de los valores individuales de las empresas participantes, condición que solo se cumple cuando la integración genera sinergias reales que mejoran la eficiencia operativa, fortalecen la posición competitiva o reducen el costo del capital del negocio consolidado.

Fernández (2019) complementa esta perspectiva señalando que en todo proceso de fusión resulta indispensable distinguir entre el valor y el precio de la operación. El valor representa una estimación fundamentada en hipótesis financieras sobre la capacidad generadora de flujos futuros de las empresas involucradas, mientras que el precio es el resultado de la negociación entre las partes y puede verse

influenciado por factores estratégicos, vínculos accionarios preexistentes o presiones de mercado que trascienden el análisis estrictamente financiero. Esta distinción es especialmente relevante en fusiones entre empresas vinculadas, como ocurre en el presente caso, donde Embotelladora Andina S.A. mantiene una participación accionaria en Bebidas Nacionales S.A.

1.1.2 Tipos de fusiones empresariales

Según Mascareñas (2011) las fusiones se clasifican en dos tipos: **la económica**, que atiende a la relación competitiva o productiva entre las empresas participantes, y **la jurídica**, que distingue las modalidades según la forma en que se produce la integración patrimonial y societaria; que a continuación ampliamos:

Clasificación económica

- **La fusión horizontal** se produce entre empresas que operan en el mismo sector y desarrollan actividades similares o complementarias, con el objetivo de ganar participación de mercado, reducir la competencia directa y capturar economías de escala en la producción y distribución.
- **La fusión vertical** integra empresas que pertenecen a distintas etapas de una misma cadena de valor, ya sea hacia atrás —incorporando proveedores— o hacia adelante —integrando canales de distribución o puntos de venta—, con el propósito de reducir costos de transacción y asegurar el abastecimiento o la comercialización.
- **La fusión por conglomerado**, por su parte, agrupa empresas de sectores distintos y sin relación productiva directa, motivada principalmente por la diversificación del riesgo y el aprovechamiento de capacidades financieras o administrativas del grupo resultante.

Clasificación jurídica

- **La fusión pura o por creación** implica la disolución de todas las sociedades participantes, las cuales transfieren su patrimonio íntegro a una nueva sociedad constituida específicamente para tal efecto. En esta modalidad, ninguna de las empresas preexistentes subsiste como entidad jurídica, y la nueva sociedad asume la totalidad de los derechos y obligaciones de las disueltas.
- **La fusión por absorción**, modalidad aplicable al presente estudio, supone que una de las sociedades —la absorbente— incorpora a una o más sociedades —las absorbidas (objetivo)—, las cuales se disuelven sin liquidarse y transmiten su patrimonio a la empresa absorbente, que mantiene su personalidad jurídica.

1.2 Valoración de Empresas

La valoración de empresas es el proceso mediante el cual se determina el valor económico de una organización en un momento determinado, con el propósito de fundamentar decisiones de inversión, desinversión, fusión, adquisición o reestructuración. Fernández (2019) señala que no existe un único valor correcto para una empresa, sino que el resultado de la valoración depende del método aplicado. Por esta razón, en procesos de fusión se recomienda la aplicación de los métodos con el fin de obtener un rango de valor que sirva de referencia para la negociación y la toma de decisiones.

1.2.1 Métodos de valoración

1.2.1.1 Métodos de valoración estáticos

Los métodos de valoración estáticos, que se encuentran basados en el balance, estiman el valor de la empresa a partir de su situación patrimonial en un momento, sin incorporar explícitamente las expectativas de generación de valor futuro. Fernández (2019) señala que, si bien estos métodos tienen

limitaciones conceptuales importantes para reflejar el valor real de un negocio en marcha, resultan útiles como referencia en procesos de fusión por absorción para establecer el valor mínimo de la empresa absorbida y evaluar el impacto patrimonial de la operación sobre la absorbente.

Valoración por fondos propios

Este método estima el valor de la empresa como el valor contable de su patrimonio neto, calculado como la diferencia entre el total de activos y el total de pasivos registrados en el balance. Fernández (2019) indica que el valor por fondos propios representa el valor teórico de los recursos aportados por los accionistas según los registros contables históricos, sin ajuste por diferencias entre el valor en libros y el valor de mercado de los activos. Su principal limitación radica en que los estados financieros están elaborados bajo criterios de costo histórico, por lo que el valor contable del patrimonio puede diferir significativamente del valor económico real de la empresa, especialmente cuando existen activos intangibles relevantes, plusvalías no registradas o deterioros no reconocidos en los activos de la empresa absorbida.

Valor ajustado

El valor ajustado, también conocido como valor sustancial neto o activo neto real, corrige las limitaciones del método anterior incorporando ajustes que aproximan el valor en libros de los activos y pasivos a su valor de mercado o valor razonable. Fernández (2019) describe este método como una versión mejorada de la valoración patrimonial contable, en la que se realizan correcciones por revalorización de activos fijos, reconocimiento de activos intangibles no registrados, provisiones adicionales por pasivos contingentes y ajustes por obsolescencia de inventarios o incobrabilidad de cuentas por cobrar. En el contexto de la fusión analizada, la aplicación de este método resulta especialmente relevante para

determinar el valor razonable del patrimonio de Bebidas Nacionales S.A., dado que la empresa presenta una situación financiera deteriorada que puede haber generado minusvalías no reconocidas contablemente en sus activos.

Valor por liquidación

El valor por liquidación estima el importe que se obtendría si la empresa cesara sus operaciones y procediera a la venta ordenada o forzosa de todos sus activos para hacer frente a sus obligaciones. Fernández (2019) define este valor como el límite inferior absoluto de cualquier valoración, dado que representa el escenario de menor valor posible para la empresa: aquel en el que no se reconoce ningún beneficio derivado de la continuidad del negocio. En procesos de fusión por absorción, el valor de liquidación de la empresa absorbida sirve como referencia para evaluar si la integración genera más valor que la alternativa de disolución y liquidación, constituyendo así un criterio de racionalidad financiera mínima para la decisión de fusionar.

Valor por reposición

El valor por reposición estima el costo que implicaría reconstituir la empresa desde cero, es decir, adquirir o construir todos los activos necesarios para replicar su capacidad operativa actual a precios de mercado vigentes. Fernández (2019) señala que este método es particularmente útil en sectores industriales con alta intensidad de capital, como el de bebidas, donde la infraestructura productiva — plantas de embotellado, equipos de destilación, redes de distribución— representa una proporción significativa del valor total de la empresa. En el contexto de la fusión, el valor por reposición permite evaluar si resulta más eficiente absorber la empresa objetivo que desarrollar capacidades equivalentes de forma orgánica, aportando así un criterio estratégico complementario al análisis financiero.

1.2.1.2 Métodos de valoración dinámicos (Descuento de Flujos de Caja)

La valoración por descuento de flujos de caja resulta en dos conclusiones diferentes dependiendo de la perspectiva adoptada para calcular el valor:

1. **El Enterprise Value (EV)** que indica el valor total de la empresa para todos sus financiadores; y
2. **El Equity Value (EQV)** que refleja el valor que corresponde únicamente a los accionistas.

Fernández (2019) indica que ambos métodos son esencialmente equivalentes en términos de metodología y deberían ofrecer el mismo resultado si se aplican bajo supuestos coherentes, aunque emplean diferentes flujos de caja y tasas de descuento. Entender ambos conceptos y la relación entre ellos es crucial para el análisis de la fusión que se examina en este estudio.

Tasa de Descuento

La tasa de descuento apropiada para descontar los flujos de caja libre de la empresa es el **Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC, Weighted Average Cost of Capital)**. Fernández (2019) lo define como la tasa mínima de rentabilidad que debe generar el conjunto de activos de la empresa para remunerar adecuadamente a todas las fuentes de capital que los financian, ponderadas por su participación en la estructura de capital. Su expresión es:

$$WACC = K_e * \frac{E}{E + D} + K_d * (1 - T) * \frac{D}{E + D}$$

Donde:

- K_e = costo del capital propio;
- K_d = costo de la deuda antes de impuestos;
- T = tasa impositiva;
- E = valor de mercado del patrimonio;

- D = valor de mercado de la deuda financiera

Enterprise Value (EV)

El Enterprise Value estima el valor total de los activos operativos de la compañía, sin importar el método de financiamiento utilizado. Según Fernández (2019), se considera como el valor actual de los Flujos de Caja Libres (FCF), conocidos en inglés como Free Cash Flow to the Firm, FCFF, que representan los ingresos generados por las operaciones tras deducir impuestos, pero antes de abonar intereses y amortizaciones de deudas. De esta manera, el FCF se define como la cantidad de efectivo disponible para retribuir a los accionistas y a los prestamistas.

El cálculo se basa en el resultado operativo neto después de impuestos y ajusta por las variaciones que no involucran movimientos de efectivo ni son consideradas como inversiones en la empresa:

$$\text{FCF} = \text{EBIT} * (1 - t) + D \& A - \text{CAPEX} - \text{ANOF}$$

Donde:

- EBIT x (1 - t) = Beneficio Neto después de Impuestos (NOPAT)
- D & A = Depreciación y Amortización
- CAPEX = Inversión neta en activos fijos
- ANOF = Variación del capital trabajos operativo neto

Estos flujos se proyectan durante un periodo de planificación explícita por lo general 5 años y se descuentan al WACC, se calcula un valor terminal (VT) que representa el valor de la empresa en perpetuidad suponiendo una tasa de crecimiento constante g:

$$EV = \sum \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{VT}{(1 + WACC)^n}$$

Donde:

- FCL_t = Flujo de caja libre del período t
- **WACC** = Costo promedio ponderado de capital.
- t = Año o período proyectado.
- n = Último año de proyección.
- **VT** = Valor terminal

Para calcular el Valor Terminal tenemos la siguiente formula:

$$VT FCF = \frac{(FCF_n * (1 + g))}{WACC - g}$$

Donde:

- FCF_n = Flujo de caja libre del último año proyectado.
- g = Tasa de crecimiento perpetuo.
- **WACC** = Costo promedio ponderado de capital.

Equity Value (EQV)

El Equity Value (EQV) se tiene restando la deuda financiera neta y sumando los activos no operativos que no están incluidos en los flujos proyectados.

$$EQV = EV - \text{Deuda Financiera Neta} + \text{Activos no operativos}$$

Equity Value directo, Valoración por flujo de caja del accionista

El EQV también se puede determinar de forma directa descontando el **Flujo de Caja Libre del Accionista (ECF)**, en si este es el flujo que queda disponible para los accionistas después de atender el servicio de la deuda financiera. A diferencia del FCF, el ECF ya incorpora el efecto del apalancamiento:

$$ECF = FCF - \text{Intereses} * (1 - T) - \text{Amortización deuda} + \text{Nueva deuda}$$

Donde:

- **FCL** = Flujo de Caja Libre de la empresa.
- **T** = Tasa de impuesto.

Estos flujos se descuentan al costo del capital propio (K_e), estimado mediante el modelo CAPM;

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

Donde:

- ECF_t = Flujo de Caja Libre al Accionista en el período t .
- K_e = Costo del patrimonio
- VT_{equity} = Valor terminal del patrimonio.
- 1. T = Período de proyección.
- n = Último año proyectado

Fernández (2019) menciona que se produce el mismo EQV cuando en ambos métodos se aplica los mismos supuestos de crecimiento y la estructura de capital.

1.2.2 Modelo CAPM

El modelo de valoración de activos de capital (CAPM, por sus siglas en inglés), desarrollado por Sharpe (1964) y Lintner (1965), constituye el marco teórico más ampliamente utilizado para estimar el costo del capital propio (K_e) requerido en los métodos de valoración dinámica. Fernández (2019) describe el CAPM como un modelo de equilibrio de mercado que establece una relación lineal entre el rendimiento esperado de un activo y su riesgo sistemático, medido a través del coeficiente beta. Su expresión es:

$$CAPM = K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + CRP_{EC}$$

Donde:

- R_f = es la tasa libre de riesgo,
- β = es el coeficiente de sensibilidad del activo respecto al mercado, y
- $(R_m - R_f)$ = representa la prima de riesgo de mercado, es decir, el rendimiento adicional que los inversores exigen por asumir el riesgo del mercado en lugar de invertir en activos sin riesgo.
- CRP = representa la prima de riesgo del mercado emergente.

Fernández (2019) advierte que la aplicación del CAPM en mercados emergentes, como el ecuatoriano, requiere ajustes adicionales para incorporar la prima de riesgo país, dado que los mercados locales presentan condiciones de liquidez, regulación y volatilidad distintas a los mercados desarrollados en los que el modelo fue originalmente concebido.

En el contexto de la presente fusión, el CAPM se utiliza para estimar el costo del capital propio de ambas empresas y de la entidad resultante, considerando que la integración modifica el perfil de riesgo del negocio combinado y, por tanto, altera el beta relevante para la valoración.

1.2.3 Modelo NODERFELASE

El modelo NODERFELASE, desarrollado por Mascareñas (2011), constituye una herramienta de análisis integral para la valoración de empresas en procesos de fusión y adquisición, cuyo nombre corresponde al acrónimo de los factores que lo componen: **N**egocio, **O**rganización, **D**irección, **E**ntorno, **R**esultados, **F**lujos de caja, **E**ndeudamiento, **L**iquidez, **A**ctivos, **S**inergias y **E**strategia. Este modelo supera los enfoques de valoración tradicionales al integrar en un único marco analítico tanto las variables cuantitativas —financieras y patrimoniales— como los factores cualitativos —estratégicos, organizacionales y de entorno— que determinan el valor de una empresa.

Mascareñas (2011) propone este modelo como una guía estructurada para el análisis previo a una fusión, permitiendo al equipo evaluador identificar los factores de valor y riesgo más relevantes de la empresa objetivo antes de definir el precio de la operación y el plan de integración. Cada componente del modelo contribuye a una dimensión específica del análisis:

- **Negocio** evalúa la solidez del modelo de ingresos y la posición competitiva;
- **Organización** examina la eficiencia de la estructura operativa;
- **Dirección** analiza la calidad de la gestión;
- **Entorno** considera los factores macroeconómicos, sectoriales y regulatorios;
- **Resultados** revisan el desempeño histórico y la tendencia de los márgenes;
- **Flujos de caja** miden la generación real de liquidez operativa;
- **Endeudamiento** examina el perfil y sostenibilidad de las obligaciones financieras;
- **Liquidez** evalúa la capacidad de pago en el corto plazo;
- **Activos** determinan la calidad y valor de los recursos productivos;
- **Sinergias** cuantifican el valor incremental esperado de la integración; y,
- **Estrategia** verifica la coherencia entre la fusión y los objetivos de largo plazo de la empresa absorbente.

En el contexto de la presente investigación, la aplicación del modelo NODERFELASE resulta especialmente pertinente para el análisis de Bebidas Nacionales S.A., dado que la empresa presenta debilidades estructurales en múltiples dimensiones que requieren un diagnóstico integrado para diseñar estrategias de reestructuración coherentes con la creación de valor del negocio combinado.

1.2.4 Métodos de Valoración por Múltiplos

La valoración por múltiplos es una técnica de valoración relativa, calcula el valor de una empresa en base a lo que el mercado paga por empresas similares. Fernández (2019) lo caracteriza como un enfoque que complementa los métodos de descuento de flujos de caja ya que el mismo calcula el valor intrínseco de la compañía según sus propios flujos futuros, en cambio, el método de múltiplos fija ese valor con base en las circunstancias reales del mercado. Mascareñas (2011) indica que la convergencia entre las dos metodologías en procesos de fusión fortalece las negociaciones y disminuye el riesgo de sobrevalorar a la empresa que se tiene por objetivo.

Se determina un grupo de empresas comparables en el mismo sector y se calcula el múltiplo que cada una muestra esto con el fin de calcular el valor estimado, se utiliza la media ajustada o la mediana del conjunto mencionado anteriormente y se aplica a la métrica financiera que corresponde a la compañía evaluada (Fernández, 2019).

Múltiplos sobre el Enterprise Value (EV)

Los múltiplos de M&A emplean con mayor frecuencia los múltiplos sobre el EV, ya que estos permiten cotejar compañías con diferente apalancamiento financiero bajo circunstancias similares esto es posible porque se vincula el valor total de la empresa a las métricas operativas previas a la deuda (Mascareñas, 2011).

EV/EBITDA

En la mayor parte de los procesos de fusión, es el múltiplo de referencia. El EBITDA es la generación de caja operativa del negocio antes de tomar decisiones relacionadas con

inversión y financiamiento, lo cual hace que sea el indicador más comparable entre compañías que tienen políticas contables y estructuras de capital diferentes.

$$EV = \text{EBITDA de la empresa} \times \text{Múltiplo EV/EBITDA del sector}$$

Donde:

- **EBITDA de la empresa** = Utilidad antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.
- **Múltiplo EV/EBITDA del sector** = Relación promedio observada en empresas comparables del mismo sector.

EV/Ventas

El múltiplo EV/Ventas compara el valor total del negocio con sus ganancias por ventas. A pesar de que es una métrica menos precisa que el EV/EBITDA porque no capta las disparidades en eficiencia operativa, es particularmente beneficiosa cuando la empresa muestra EBITDA negativo, puesto que los ingresos son siempre positivos mientras la empresa siga funcionando.

$$EV = \text{Ventas de la empresa} \times \text{Múltiplo EV/Ventas del sector}$$

Donde:

- **Ventas de la empresa** = Ingresos operacionales o ventas netas de la empresa.
- **Múltiplo EV/Ventas del sector** = Relación promedio observada en empresas similares del mismo sector.

Fernández (2019) señala que **el múltiplo EV/EBITDA deja de ser válido si el EBITDA resulta negativo**, lo cual sucede cuando hay pérdidas estructurales en las empresas porque, en tal circunstancia, el cociente carece de una interpretación económica coherente. Mascareñas (2011) menciona que en estos

casos, reemplazarlo por el múltiplo EV/Ventas o fundamentar la valoración únicamente en los métodos de DCF y estáticos con supuestos de reestructuración.

1.3 Reestructuración Financiera

La reestructuración financiera es el proceso mediante el cual una empresa reorganiza su estructura de capital y sus obligaciones financieras con el objetivo de restablecer su capacidad de pago, mejorar su liquidez operativa y recuperar la sostenibilidad del negocio en el largo plazo. Mascareñas (2011) señala que en el contexto de una fusión por absorción donde la empresa objetivo presenta deterioro financiero estructural, la reestructuración del pasivo no es una medida complementaria sino una condición previa o simultánea indispensable para que la integración genere valor, dado que la simple absorción de deudas vencidas y pasivos deteriorados sin un plan de reorganización financiera traslada el riesgo de insolvencia de la absorbida hacia la absorbente, comprometiendo la estabilidad patrimonial del negocio consolidado.

Fernández (2019) identifica que el punto de partida de cualquier proceso de reestructuración financiera es el diagnóstico exhaustivo de la estructura de pasivos de la empresa, que incluye la clasificación de las obligaciones por naturaleza —financiera, comercial, laboral y tributaria—, por plazo de vencimiento —corriente y no corriente— y por grado de exigibilidad, así como la evaluación de la cobertura de dichas obligaciones mediante los flujos de caja operativos proyectados. Este diagnóstico permite identificar el grado de insostenibilidad del endeudamiento actual y definir las estrategias de intervención más adecuadas a las condiciones específicas de la empresa.

Se identifican tres grandes estrategias para la reestructuración del pasivo:

1. **La renegociación de deuda** consiste en la modificación de las condiciones originales de las obligaciones mediante acuerdos directos con los acreedores, incluyendo extensión de plazos,

reducción o capitalización de intereses vencidos y condonación parcial del principal en casos de insolvencia severa.

2. **El refinanciamiento** implica la sustitución de obligaciones de corto plazo por financiamiento de largo plazo, adecuando el perfil de vencimientos de la deuda al horizonte de recuperación del negocio y aliviando la presión sobre el capital de trabajo operativo.
3. **La conversión de deuda en capital**, por su parte, es un instrumento mediante el cual los acreedores transforman sus acreencias en participaciones accionarias, reduciendo el pasivo exigible y fortaleciendo la base patrimonial de la empresa, aunque con el efecto de diluir la participación de los accionistas existentes (Mascareñas, 2011).

1.4 Consolidación de Estados Financieros

Dado que Embotelladora Andina (EA) posee el 100% del capital de Bebidas Nacionales (BN) y presenta estados financieros separados, la inversión en BN se registra bajo *NIC 27 — Estados Financieros Separados* como una línea de activo ("Inversión en subsidiaria"). La fusión por absorción constituye una reorganización bajo control común, excluida expresamente del alcance de NIIF 3 por su párrafo 2(c), dado que no existe cambio de control; en este sentido, dado que, EA ya controla el 100% de BN antes de la operación. En consecuencia, **no se requiere registrar activos ni pasivos a valor razonable y no se reconoce goodwill por la fusión**. El método aplicable es el **método del predecesor**: los activos y pasivos de BN se incorporan al balance de EA por sus valores en libros históricos (IASB, 2008; IASB, 2011; Fernández, 2019).

Procedimiento de Consolidación Contable

Paso 1. Cierre de libros de BN

A la fecha de inscripción registral de la fusión ante la Superintendencia de Compañías, BN registra el resultado del período, actualiza depreciaciones y provisiones, y cierra sus libros definitivamente. El balance de cierre de BN es la base de incorporación.

Paso 2. Baja de la inversión en subsidiaria en los libros de Andina

Se elimina la línea "Inversión en subsidiaria BN" del activo de Andina. La diferencia entre ese valor y el patrimonio neto de BN genera la **diferencia de fusión**, que se registra directamente en el patrimonio de EA como reserva de fusión —no en resultados:

Dado que BN presenta patrimonio neto negativo por pérdidas acumuladas, la diferencia de fusión será **negativa**, reduciendo el patrimonio de EA en el balance de apertura. Este no es un gasto del período sino un ajuste patrimonial que refleja el costo histórico de la subsidiaria deficitaria.

Paso 3. Eliminación de saldos entre empresas

Los préstamos y cuentas por cobrar/pagar entre EA y BN se eliminan porque la misma entidad no puede ser simultáneamente acreedor y deudor de sí misma:

Paso 4. Balance de apertura de la entidad fusionada

El balance de apertura suma las partidas de EA y BN a valor en libros, neto de las eliminaciones. El patrimonio resultante es **exclusivamente el de Andina**, ajustado por la diferencia de fusión. El patrimonio histórico de BN desaparece al no existir ya como entidad separada:

Balance de apertura:

- Activos fusionada = Activos Andina + Activos BN – Saldos IC
- Pasivos fusionada = Pasivos Andina + Pasivos BN – Saldos IC
- Patrimonio = Solo Andina ± Diferencia de fusión

1.5 Gobernanza Corporativa

La gobernanza corporativa comprende el conjunto de principios, estructuras, procesos y mecanismos mediante los cuales se dirige, controla y supervisa una empresa, con el objetivo de asegurar la alineación entre los intereses de los accionistas, la administración y las demás partes interesadas, y de garantizar la toma de decisiones orientada a la creación de valor sostenible. En el contexto de una fusión por absorción, la definición del modelo de gobernanza de la empresa resultante adquiere una dimensión crítica, dado que la integración de dos estructuras organizacionales con culturas, procesos y estructuras de poder distintos genera tensiones en la distribución de autoridad, la rendición de cuentas y la gestión del riesgo (Mascareñas, 2011).

CAPITULO 3 – VALORACIÓN & FUSIÓN

El presente trabajo analiza la viabilidad financiera de la fusión entre Embotelladora Andina S.A. y Bebidas Nacionales S.A., dos empresas que operan en la industria ecuatoriana de bebidas alcohólicas y que mantienen, una relación accionaria preexistente que constituye el punto de partida del análisis.

En este caso, Embotelladora Andina S.A. mantiene una participación accionaria en Bebidas Nacionales S.A. Esta vinculación implica que las pérdidas de Bebidas Nacionales tienen un impacto directo en los estados financieros consolidados de Embotelladora Andina, incrementando la exposición al riesgo financiero del grupo.

En este escenario, la fusión de Bebidas Nacionales S.A. con Embotelladora Andina S.A. se plantea como la alternativa estratégica central, que, como punto de partida se establece el proceso de análisis a seguir que a continuación se detalla:

Tabla 1. Proceso de Análisis de Fusión por Absorción

01	02	03	04	05
Diagnostico Financiero	Valoración Empresas	Reestructuración de Pasivos	Formalización Lega	Fusión y Gobernaza

Nota: Elaboración Propia a partir del caso de investigación

3.1 Diagnostico Financiero

3.1.1 Perfil Empresarial de Embotelladora Andina S.A.

Embotelladora Andina S.A. es una de las empresas de mayor trayectoria en la industria ecuatoriana de bebidas alcohólicas, con más de seis décadas de presencia continua en el mercado nacional. Desde su

constitución, la compañía ha orientado su modelo de negocio hacia la producción y comercialización de bebidas destiladas y licores, posicionándose como un referente del sector gracias a la consistencia de sus procesos productivos, la calidad de sus productos y la solidez de su estructura operativa y administrativa.

Estructura operativa y modelo de negocio

El modelo operativo de Embotelladora Andina S.A. se sustenta en tres pilares:

- (i) Capacidad productiva propia con instalaciones de embotellamiento y destilación que han sido actualizadas tecnológicamente a lo largo del tiempo.
- (ii) Red de distribución consolidada con cobertura en los principales mercados del territorio ecuatoriano y canales de exportación; y,
- (iii) Portafolio de marcas reconocidas en el segmento de bebidas alcohólicas nacionales, con presencia en los canales moderno (supermercados), tradicional (licoreras, tiendas).

La estructura administrativa de la empresa es consolidada, con áreas funcionales diferenciadas en producción, comercial, finanzas, logística y cumplimiento regulatorio, cuenta en total con 48 colaboradores. Esta solidez organizacional constituye uno de los activos más relevantes para la evaluación de la fusión propuesta, ya que la infraestructura administrativa y comercial de Embotelladora Andina S.A. es la plataforma sobre la cual se integrarían las operaciones de Bebidas Nacionales S.A.

Posicionamiento de mercado

En el contexto del mercado ecuatoriano de bebidas alcohólicas, Embotelladora Andina S.A. opera en un sector competitivo, en el que se encuentran alrededor de 60 empresas, con un total de mercado de \$81,3 millones en el año 2025, según información al año 2025 de la Superintendencia de Compañías, para lo cual Embotelladora Andina cuenta con el 6,3% del mercado en el 5to puesto del ranking total.

Tabla 2. Ranking de Mercado de Bebidas Alcohólicas del Ecuador 2025

TOP 2025	NOMBRE EMPRESA	2024	2025	% 2025
1	CORPORACION AZENDE S.A.	27,943,505	31,052,537	38.2%
2	REV ECUADOR S.A.	9,257,096	9,378,024	11.5%
3	INDUSTRIA LICORERA IBEROAMERICANA ILSA S.A.	5,003,929	5,971,252	7.3%
4	LICORES DE AMERICA S.A. LICORAM	4,523,336	5,360,521	6.6%
5	EMBOTELLADORA ANDINA S.A.	4,442,515	5,147,058	6.3%
6	ALIANZA&EKUALICORES CIA.LTDA.	4,639,371	4,563,591	5.6%
7	ECUADOR PREMIUM BRANDS EPB S.A.	4,505,877	4,475,442	5.5%
8	VINOS DOS HEMISFERIOS C.A. VIDOHECA	2,526,190	2,975,812	3.7%
9	DISTRIBUIDORA LATINA DISLATINA S.A.S.	1,453,059	2,665,532	3.3%
10	COMPANIA EMBOTELLADORA INDUSTRIAL LICORERA MANABI CA CEILMACA	2,319,689	2,055,507	2.5%
15	BEBIDAS NACIONALES S.A.	550,455	562,833	0.7%
	RESTO EMPRESAS	6,736,706	1,273,964	1.6%
	TOTAL EMPRESAS DE BEBIDAS ALCOHOLICAS	79,991,823	81,380,134	100.0%

Nota: Elaboración Propia a partir del reporte de empresas 2025 de la Superintendencia de Compañías

3.1.2 Diagnostico Financiero de Embotelladora Andina S.A.

La empresa nos muestra una posición financiera sólida además un bajo nivel de endeudamiento, un activo de 19.36 millones de dólares con un crecimiento de 6.1% en comparación al año anterior debido principalmente a que la estructura de activos nos indica una alta concentración en inversiones financieras y propiedades, planta y equipo, lo que refleja una operación respaldada por recursos propios y activos productivos clave.

Desde la perspectiva de liquidez, la empresa presenta una capacidad apropiada para cumplir con sus obligaciones a corto plazo, la liquidez corriente se situó en 3,89 y la prueba ácida en 3,31 esto lo que nos indica es que se tiene una amplia cobertura de los pasivos a corto plazo.

Desde la perspectiva del endeudamiento, la empresa presenta una estructura financiera equilibrada, el pasivo total representa únicamente el 14,9% de los activos, mientras que el patrimonio financia el 85,1% de la operación. El indicador Pasivo/Patrimonio de 0,17 veces verifica una escasa dependencia de financiamiento externo y una gran solidez patrimonial, es importante mencionar que no existen obligaciones financieras significativas actuales por lo que ayuda a reducir el riesgo y refuerza la habilidad para crecer usando fondos propios.

En lo que se refiere al rendimiento operativo, se observó un incremento del 15,9% en los ingresos durante el año 2025, alcanzando un total de 5,15 millones de dólares. La ganancia bruta subió un 13%, manteniendo un margen bruto del 42,8%, una cifra que es coherente con los años previos y que refleja estabilidad en la administración de los costos de producción. Igualmente, la ganancia operativa creció hasta los 351 mil dólares, lo cual representa el 6,8% de las ventas, mostrando una notable mejora en comparación con el 3,3% reportado en 2024, gracias a una disminución en los gastos de venta y a una mayor efectividad operativa.

La ganancia neta llegó a 1,14 millones de dólares, lo que equivale a un margen neto del 22,1%, notablemente superior al 1,5% que se observó en 2024 esto ocurrió ya que hubo un aumento en otros ingresos generados durante el período, que contribuyeron de manera significativa a resultados excepcionales.

Como resultado, las métricas de rentabilidad mostraron una mejora considerable, alcanzando un ROA de 5,9% y un ROE de 6,9%, lo cual demuestra una mejor habilidad en generar ganancias a partir de los activos y del capital invertido.

Sin embargo, existen áreas que pueden ser optimizadas en la administración del capital de trabajo los días de cuentas pendientes siguen siendo altos de 552 días, mientras que el ciclo para recuperar efectivo llega a 598 días, lo que resulta en una gran necesidad de financiamiento operativo y restringe la disponibilidad de fondos. A pesar de que estos indicadores evidencian un progreso en comparación con años pasados.

Embotelladora Andina muestra una condición financiera positiva, caracterizada por una fuerte solvencia patrimonial, liquidez adecuada, bajo endeudamiento y una notable recuperación de la rentabilidad en 2025.

3.1.3 Perfil Empresarial de Bebidas Nacionales S.A

Bebidas Nacionales S.A. fue constituida en el año 2007 con el objetivo de desarrollar un modelo de negocio orientado a la producción y comercialización de licores con posicionamiento en el mercado ecuatoriano local. Su estrategia comercial se apoya en marcas con reconocimiento en segmentos específicos del consumidor nacional y en una estrategia de expansión orientada al crecimiento de sus canales de distribución en el mercado interno.

Estructura operativa y modelo de negocio

El modelo operativo de Embotelladora Andina S.A. se sustenta en tres pilares:

- (iv) Capacidad productiva propia con instalaciones de embotellamiento y destilación que han sido actualizadas tecnológicamente a lo largo del tiempo.
- (v) Red de distribución consolidada con cobertura en los principales mercados del territorio ecuatoriano y canales de exportación; y,
- (vi) Portafolio de marcas reconocidas en el segmento de bebidas alcohólicas nacionales, con

presencia en los canales moderno (supermercados), tradicional (licorerías, tiendas).

La estructura administrativa de la empresa cuenta con el soporte de Embotelladora Andina o cuenta con personal por servicios prestados, no contando con personal directo de nómina.

Posicionamiento de mercado

El portafolio de productos de Bebidas Nacionales S.A. se concentra en segmentos de licores de producción local, incluyendo categorías que tienen demanda estable en el mercado ecuatoriano, aunque cuenta con una participación del mercado de 0,7%, ocupando el ranking 15 de un total de 60 empresas en el año 2025, en base a la información publicada en la Superintendencia de Compañías.

Diagnostico Financiero de Bebidas Nacionales

3.1.4 Diagnostico Financiero de Bebidas Nacionales S.A.

La empresa nos indica una situación financiera de alta vulnerabilidad al cierre de 2025 caracterizada por un alto grado de endeudamiento, un deterioro en el patrimonio y pérdidas frecuentes.

Con unos activos de 5.20 millones de dólares, lo que indica una caída del 1,5% en comparación con 2024. La composición de los activos está fuertemente caracterizada por la Propiedad, Planta y Equipo, que constituye cerca del 94,5% del total, lo que sugiere que la operación se basa en activos fijos con poca flexibilidad financiera.

En términos de liquidez, la empresa se encuentra en una situación complicada, los activos corrientes solo constituyen el 5,4% del total de activos, mientras que el pasivo corriente representa el 73,4% de toda la financiación; La relación de liquidez corriente es de solo 0,07 veces y la prueba ácida se sitúa en 0,03 veces lo que nos indica una capacidad insuficiente para cumplir con las obligaciones a corto plazo con los recursos disponibles.

Respecto al endeudamiento, la situación es alarmante, el pasivo total equivale al 96,9% de los activos, y el patrimonio neto ha caído a 161 mil dólares, representando el 3,1% del total de activos, la relación Pasivo/Patrimonio se sitúa en 31,13 veces, indicando una estructura financiera muy apalancada y con escaso respaldo en patrimonio. La mayor presión proviene de las deudas a corto plazo, que suman 3,27 millones de dólares, representando el 62,9% de los activos totales, lo que implica riesgos significativos de refinanciamiento y liquidez.

En cuanto a la actividad operativa, las ventas mostraron una leve mejora del 2,2% en 2025, alcanzando los 562 mil dólares, el margen bruto se mantiene constante en 44%, lo que indica que la empresa aún tiene capacidad para generar valor en su operación principal. Sin embargo, los costos operativos continúan consumiendo gran parte de esa rentabilidad resultando en una utilidad operativa casi inexistente con un resultado operativo de solo 477 dólares y un margen operativo de 0,1% lo que señala que la empresa aún no ha conseguido convertir sus ingresos en una rentabilidad sostenible.

Lo que impacta los resultados es el alto costo financiero. En 2025, los gastos financieros alcanzaron los 295 mil dólares lo que representa el 52,4% de las ventas, consumiendo por completo las ganancias generadas por las operaciones. Como resultado, la empresa reporta una pérdida neta de 260 mil dólares, aunque esta es inferior a la pérdida de 340 mil dólares del año 2024. El margen neto sigue siendo negativo en -46,3%, y los índices de rentabilidad muestran un ROA de -5% y un ROE de -161%, lo que refleja una pérdida de valor para los accionistas.

En términos de gestión operativa, se perciben progresos favorables, el tiempo de inventario se ha acortado a 111 días y el período de cuentas por cobrar se ha rebajado a 23 días, reflejando una notable mejora en comparación con años pasados.

Además, la empresa continúa con plazos de pago a proveedores que superan los 320 días, resultando en un ciclo de recuperación de efectivo negativo de 189 días, lo que beneficia temporalmente su liquidez operativa. Sin embargo, esta circunstancia podría no ser viable a largo plazo si los acreedores demandan condiciones de pago más estrictas.

Bebidas Nacionales se encuentra en una situación financiera muy riesgosa debido a su baja liquidez, alto nivel de endeudamiento, pérdidas acumuladas que han disminuido considerablemente su patrimonio, sin embargo, ha demostrado mejoras en la gestión operativa y una reducción de las pérdidas en relación con el año anterior.

3.2 Valoración de Empresas

3.2.1 Valoración de Embotelladora Andina S.A.

Valoración por Fondos Propios

Según el método de valoración por fondos propios de la Embotelladora Andina (EA), en base a sus estados financieros, alcanza un valor de \$16.478.735 de patrimonio neto, como se muestra a continuación:

Tabla 3. Valoración por Método de Fondos Propios Embotelladora Andina (EA)

DETALLE DE CUENTAS	VALOR
Capital	3,000,000
Reservas	5,590,702
Otros Resultados Integrales	3,092,775
Resultados Acumulados	3,924,527
Resultados del Ejercicio	870,730
TOTAL PATRIMONIO NETO	16,478,735

Nota: Elaboración Propia a partir de EEFF 2025 presentados a la SIC

El capital suscrito de la empresa alcanza un valor total de \$3.000.000, con acciones a valor nominal de \$1 dólar, equivalente a una emisión de 3 millones de acciones. Por otra parte, en el patrimonio se

muestra un valor de \$5,590.702 como reservas, un total de \$7.017.302 correspondientes a la acumulación de resultados obtenidos de ejercicios anteriores, finalmente, cuenta con \$870.730 correspondiente al resultado del último ejercicio económico.

Valoración Ajustada

Para la aplicación de este método, se ha considerado la aplicación de supuestos que ajustan cuentas de activos y pasivos que pueden impactar en el valor patrimonial neto real, que a continuación comentamos:

- a. En revisión de las cuentas por cobrar se observa que no se han aplicado las provisiones por cuentas incobrables, donde además corresponde cuentas pendientes de cobro con una empresa relacionada, por lo que se considera incluir una provisión del 5%, que equivale a un valor de \$389.477.
- b. En cuanto a los Inventarios, la empresa anualmente realiza la baja de productos que pueden estar obsoletos, que para el año 2025 se ha determinado un valor de \$62.500, valor que también consideramos para la aplicación de este modelo.
- c. Los activos fijos diferentes a terrenos, la empresa aplica una depreciación lineal de acuerdo a la vida útil del activo, pero en cuanto al terreno, este se mantiene registrado sin actualización de su valor comercial o de realización actual, los últimos 8 años, por lo que se estima una revalorización de por lo menos 1% por año, esto equivale a un valor de \$552.330.
- d. En cuentas por pagar la empresa registra dividendos a accionistas que aún están pendiente de pago por un valor de \$457.452.
- e. Se considera, además, la liquidación de los beneficios por jubilaciones que se encuentran

pendientes en caso de liquidación del personal por un valor de \$451.876.

Tabla 4. Valoración por Método Ajustado EA

TOTAL PATRIMONIO NETO	16,478,735
DETALLE DE AJUSTES	VALOR
(-) Ajuste por Cuentas por Cobrar	(389,478)
(-) Ajuste por Inventarios	(62,500)
(+) Ajuste por Valorización de Activos Fijos	552,330
(-) Ajuste por Cuentas por Pagar Dividendos	(457,452)
(-) Ajuste por Beneficios Jubilación	(451,876)
TOTAL PATRIMONIO NETO AJUSTADO	15,669,759

Nota: Elaboración Propia a partir de EEFF 2025 y notas de auditoría presentados a la SIC

En base a este método se termina que la valoración de la empresa es de \$15.669.759, con los ajustes a las cuentas identificados previamente.

Valoración por Liquidación

Para la aplicación de este método, a continuación, se comentan los supuestos que impactarían en la valoración de la empresa:

- Para la recuperación de la cartera de cuentas por cobrar, se hace convenios con las empresas para que realicen el pago de forma adelantada, lo que implica un descuento del 5% sobre los saldos, esto genera una pérdida de \$389.478.
- Liquidar los inventarios, entre productos terminados y en proceso, genera una pérdida en promedio del 15% sobre las existencias, por un valor de \$212.600, adicional se estima que hay un total de \$62.500 de inventario que debe ser dado de baja por obsoletos, alcanzando un total de \$275.100.
- Los activos fijos, para su liquidación presentan una pérdida de \$936.497 que corresponde a una disminución del precio de venta de maquinaria y equipos entre el 5% y 15%, por el otro lado, se

mantiene la valorización de los terrenos por \$552.330, dando como resultado final un total de \$384.168 de pérdida por liquidación de activos fijos.

- d. En cuanto a los pasivos, para liquidar las cuentas por pagar de proveedores, se acuerda que se devuelva las materias primas, penalizando su precio en 10% en promedio, lo que genera un impacto de \$77.434 de pérdida.
- e. Para la liquidación de la empresa, esta debe incurrirse en gastos adicionales asociados como son:
- Gastos de desmontaje de equipos y maquinas por un valor de \$50.000
 - Gastos de liquidación de empleados por un valor de \$342.000
 - Gastos Legales por \$10.000

Tabla 5. Valoración por Método Liquidación EA

TOTAL PATRIMONIO NETO	16,478,735
DETALLE DE AJUSTES	VALOR
(+) Activos Líquidos	46,741
(-) Ajuste por Cuentas por Cobrar	(389,478)
(-) Ajuste por Inventarios	(275,100)
(-) Ajuste por Liquidación de Activos Fijos	(384,168)
(-) Ajuste por Devolución de Inventario	(77,434)
(-) Ajuste por Desmontaje de Maq. Y Equ.	(50,000)
(-) Ajuste por Liquidación de Personal	(342,000)
(-) Ajuste por Gastos Legales y Otros	(10,000)
TOTAL PATRIMONIO LIQUIDACIÓN	14,997,296

Nota: Elaboración Propia a partir del análisis de EEFF 2025

Aplicados estos supuestos, se determina que el valor de liquidación de la empresa es de \$14.997.296

Valoración por Reposición

Para la determinación de esta valoración se identifican los ítems que son vitales para el funcionamiento de la empresa que a continuación se detalla:

- Capital de trabajo de operación distribuido en:
 - Caja o efectivo
 - Inventarios (productos terminados y materias primas)
 - Activos de máquinas y equipos de producción
 - Vehículos
- Capital de inversión distribuido en:
 - Marcas y registros de patentes
 - Mobiliario de soporte
 - Equipo Publicitario
- Hay que tomar en cuenta que el accionista realizaría un aporte del 40% y la diferencia se obtiene con financiamiento externo (bancario) con garantía de maquinaria y equipos de producción.

Tabla 6. Valoración por Método de Reposición EA

DETALLE DE CUENTAS	VALOR
ACTIVO	7,187,065
Efectivo	200,000
Cuentas por Cobrar	177,166
Inventario	708,666
Activos Fijos Maquinaria	5,986,469
Otros Activos	114,764
PASIVOS	4,312,239 60%
Proveedores	354,333
Prestamo Bancario Largo Plazo	3,957,906
PATRIMONIO	2,874,826 40%

Nota: Elaboración Propia a partir del análisis de EEFF 2025

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.

El valor de reposición que un inversionista debe realizar para la implementación de una planta embotelladora es de \$2.874.826, que corresponde a un escenario del 40% del total de la inversión requerida, que alcanza los \$7.187.065.

Valoración de dividendos por CAPM

Para el desarrollo de este modelo, partimos con la identificación de las variables del modelo, que en primera instancia se debe determinar el beta (β) de la empresa, para proceder con el cálculo de la tasa rentabilidad del accionista (K_e); en este sentido, este cálculo desde el Beta desapalancado, esto dado que Embotelladora Andina es una empresa que no posee deuda.

Cálculo del Beta Apalancado (β_l):

Para este cálculo hemos utilizado la siguiente formula:

$$\beta_l = \beta_u \cdot \left(1 + \left((1 - T) \cdot \frac{D}{E}\right)\right)$$

Donde:

- β_l : Beta apalancada, corresponde cuando el activo está financiado con recursos propios y con deuda (Mascareñas, 2011), que se obtiene de los mercados emergente en el sector de bebidas alcohólicas (Damodaran, 2026).
- β_u : Beta no apalancada, corresponde cuando el activo está financiado con recursos propios (Mascareñas, 2011).
- T: Tasa de impuesto a la renta en el Ecuador.
- D: Deuda financiera de la empresa
- E: Fondos propios o patrimonio de la empresa

Tabla 7. Cálculo de Beta Apalancada CAPM EA

VARIABLE	DETALLE	VALOR
β_u	Beta Desapalancada	0.8884
D	Deuda (Obligaciones Financieras)	-
E	Fondos Propios (Patrimonio)	16,478,735
T	Tasa de Impuestos Ecuador	25%
β_l	Beta Apalancada	0.8884

Nota: Elaboración Propia a partir de la aplicación de la fórmula

Como resultado se obtiene que el β es 0.8884 que corresponde a una beta con una volatilidad moderada, por lo que muestra menor riesgo que el mercado. A partir de este dato se busca el K_e de la empresa, aplicando la siguiente fórmula:

$$CAPM = K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + CRP_{EC}$$

Donde:

- R_f : para el obtener la tasa libre de riesgo, se ha considerado la tasa de rendimiento de los Bonos de largo plazo del Estado Ecuatoriano, reportados en la Bolsa de Valores de Quito.
- β : valor obtenido en el cálculo de Beta reapalancado.
- $(R_m - R_f) + CRP$: corresponde al factor de riesgo de mercado del Ecuador calculado en el indicador ERP (Country – Equity Risk Premium) (Damodaran, 2026).

Tabla 8. Cálculo de Modelo K_e – CAPM EA

VARIABLE	DETALLE	VALOR
R_f	Tasa Libre de Riesgo (Bonos Ecuador)	7,53%
β	Beta Apalancada	0.8884
$(R_m - R_f) + CRP$	Riesgo de Mercado	13.35%
K_e	Rentabilidad Exigida por los Accionistas	19.39%

Nota: Elaboración Propia a partir de la aplicación de la fórmula

Valoración por NORDEFELASE

Para la aplicación de este método, se valoran aspectos cualitativos a continuación:

Tabla 9. Cálculo de Beta Cualitativa NORDEFELASE EA

FACTOR	Peso	Rating (1-5)	Riesgo Pond.	CONCEPTO EVALUADO
N Negocio: sector / producto	25.0%	2	0.50	Estabilidad del sector y aceptación en bebidas alcohólicas
O Apalancamiento operativo	10.0%	1	0.10	Costos fijos manejables en producción y almacenamiento.
D Directivos	10.0%	5	0.50	Alta dependencia de la gestión para permisos, ventas y control operativo
E Exposición a otros riesgos	5.0%	1	0.05	Baja exposición a riesgos sanitarios, comerciales o productos falsificados
R Riesgo país	15.0%	4	0.60	Alta sensibilidad a impuestos, regulación y economía ecuatoriana
F Flujos: estabilidad	5.0%	2	0.10	Ventas moderadamente variables por temporada y canal comercial.
E Endeudamiento asignado	15.0%	1	0.15	Deuda manejable frente a la capacidad de pago
L Liquidez de la inversión	5.0%	2	0.10	Recuperación moderada mediante inventario o participación
A Acceso a fuentes de fondos	5.0%	1	0.05	Acceso a financiamiento
S Socios	2.0%	1	0.02	Compromiso y respaldo de los socios
E Estrategia	3.0%	2	0.06	Plan comercial para crecer, diferenciar la marca y ampliar ventas
SCORE TOTAL			2.23	
Beta (β) Cualitativa			1.12	

Rating 1=Bajo | 2=Normal | 3=Notable | 4=Alto | 5=Muy alto

Nota: Elaboración Propia a partir de la aplicación de la metodología NODERFELASE

El resultado de la aplicación del modelo NODERFELASE, se obtiene un beta cuantitativo de 1.12, que para obtener el nivel de rendimiento de los accionistas se aplica la formula del Ke:

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + CRP_{EC}$$

Tabla 10. Cálculo de Modelo Ke – NODERFELASE EA

VARIABLE	DETALLE	VALOR
R _f	Tasa Libre de Riesgo (Bonos Ecuador)	7,53%
β	Beta Cualitativa NODERFELASE	1.12
(R _m – R _f) + CRP	Riesgo de Mercado	13.35%

Ke Rentabilidad Exigida por los Accionistas 22.41%

Nota: Elaboración Propia a partir de la aplicación de la fórmula Ke

Una vez obtenidos los Ke de ambos modelos se procede con el cálculo de la valoración de la empresa aplicando la fórmula: $Ke / Dividendos$, al respecto, la empresa tiene una política de reinversión de utilidades, por lo que, para aplicar este método, se asumirá que se pagan como dividendos el 100% de los resultados obtenidos en el año.

Tabla 11. Valoración por Dividendos EA

Dividendos Pagados	870,729.89	
MODELO	Ke	VALOR
Ke - CAPM	19.39%	4,491,031.79
Ke - NODERFELASE	22.41%	3,884,867.86

Nota: Elaboración Propia a partir de la aplicación de los métodos de valoración por dividendos

Valoración por Flujo de Caja Descontado

Para la elaboración de este método, debemos realizar la proyección de los estados financieros, estados de resultados y flujo de caja libre de los próximos 5 años, para lo cual a continuación se indican los supuestos que se usaron para este cálculo:

- Promedio días de cobro: la empresa tiene un promedio de 447 días a 2025, se proyecta una mejora de 30 días anualmente.
- Promedio días de pago: en 2025 este indicador se sitúa en 95 días, que para la proyección se estima se mantenga en un rango de 92 a 90 días; para el caso del promedio de otras cuentas por pagar se mantiene en 184 días.
- Promedio días de inventario: en el año 2025 se alcanza una rotación de 159 días, y para la

proyección se estima que los días se encuentren entre 200 y 180 días.

- Inversión de CAPEX: en el último año la empresa presenta una reducción por activos fijos de \$106.912, pero dado las necesidades de mejoras en infraestructura, se establece un presupuesto de inversión de \$500.000 anuales.
- Ventas: se considera un crecimiento anual del 5%, en este punto considerando que la empresa el último año presentó un crecimiento del 34% de crecimiento.
- Costo de Venta: la empresa presento una mejora en los costos de -6.55%, para la proyección se espera que producto de la inflación, el costo incremente en un 2%.
- Gastos Generales y Administrativos: representan el 12.2% de las ventas, por lo que se espera que los gastos se incrementen en un 5% anualmente.
- Gastos de Venta: este gasto representa el 12,3% de las ventas, por lo que también se espera que este gasto incremente en un 5% anualmente.
- Gastos financieros: la empresa no cuenta actualmente con deuda por lo que este rubro es 0.
- Amortizaciones y depreciaciones: se mantiene un valor constante del 0.36%.

A continuación, se muestran los estados financieros proyectados:

Tabla 12. Balance General Embotelladora Andina – Año Base y Proyección 5 años

Nombre	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Activo	18,238,530	19,357,600	20,430,134	21,366,193	22,515,968	23,656,049	24,910,243
Activo Corriente	9,304,756	9,441,064	10,099,696	10,596,193	11,308,308	12,012,628	12,832,962
Efectivo Y Equivalentes De Efectivo	86,940	46,741	604,807	1,423,457	2,211,898	3,154,132	4,174,156
Cuentas Por Cobrar	7,129,418	7,789,556	7,630,523	7,453,818	7,255,579	7,031,152	6,774,921
Inventarios	1,683,001	1,417,331	1,676,930	1,531,483	1,653,395	1,639,909	1,696,450
Servicios Y Otros Pagos Anticipados	317,407	146,539	146,539	146,539	146,539	146,539	146,539
Activos Por Impuestos Corrientes	70,365	23,272	23,272	23,272	23,272	23,272	23,272
Otros Activos Corrientes	17,624	17,624	17,624	17,624	17,624	17,624	17,624
Activo No Corriente	8,933,774	9,916,536	10,330,438	10,770,000	11,207,660	11,643,421	12,077,281
Propiedades, Planta Y Equipo	7,141,658	7,196,966	7,638,428	8,077,989	8,515,650	8,951,410	9,385,271
Terrenos	6,904,123	6,904,123	6,904,123	6,904,123	6,904,123	6,904,123	6,904,123
Edificios + Maquinaria	8,141,762	8,248,674	8,748,674	9,248,674	9,748,674	10,248,674	10,748,674
Depreciacion	-7,904,227	-7,955,831	-8,014,369	-8,074,808	-8,137,147	-8,201,387	-8,267,526
Otros Activos No Corrientes	1,722,537	2,622,431	2,622,431	2,622,431	2,622,431	2,622,431	2,622,431
Inversiones En Subsidiaria	498,261	1,519,744	1,519,744	1,519,744	1,519,744	1,519,744	1,519,744
Inversiones En Asociadas	1,224,275	1,102,687	1,102,687	1,102,687	1,102,687	1,102,687	1,102,687
Activo Impuestos Diferidos	69,580	97,139	69,580	69,580	69,580	69,580	69,580

Nombre	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Pasivo	-2,703,757	-2,878,866	-2,847,285	-2,905,028	-2,945,743	-2,996,546	-3,043,636
Pasivo Corriente	-2,287,896	-2,426,990	-2,448,648	-2,506,391	-2,547,106	-2,597,909	-2,644,998
Cuentas Y Documentos Por Pagar	-914,690	-774,345	-748,140	-784,365	-789,209	-810,523	-823,913
Obligaciones Con Instituciones Financieras	-	-	-	-	-	-	-
Provisiones	-82,646	-163,568	-163,568	-163,568	-163,568	-163,568	-163,568
Otras Obligaciones Corrientes	-1,290,560	-1,489,077	-1,536,940	-1,558,458	-1,594,330	-1,623,818	-1,657,517
Anticipo De Clientes	-	-	-	-	-	-	-
Pasivo No Corriente	-415,861	-451,876	-398,637	-398,637	-398,637	-398,637	-398,637
Obligaciones Con Instituciones Financieras	-	-	-	-	-	-	-
Provisiones Beneficios A Empleados	-415,861	-451,876	-398,637	-398,637	-398,637	-398,637	-398,637
Patrimonio	-15,534,773	-16,478,735	-17,582,849	-18,461,165	-19,570,225	-20,659,503	-21,866,607
Capital	-3,000,000	-3,000,000	-3,000,000	-3,000,000	-3,000,000	-3,000,000	-3,000,000
Otros Resultados Integrales	-3,114,842	-3,092,775	-3,114,842	-3,114,842	-3,114,842	-3,114,842	-3,114,842
Reservas	-5,495,404	-5,590,702	-5,590,702	-5,590,702	-5,590,702	-5,590,702	-5,590,702
Resultados Acumulados	-3,855,734	-3,924,527	-4,795,257	-5,877,305	-6,755,621	-7,864,680	-8,953,959
Presente Ejercicio	-68,793	-870,730	-1,082,048	-878,316	-1,109,060	-1,089,278	-1,207,104
Pasivo + Patrimonio	-18,238,530	-19,357,600	-20,430,134	-21,366,193	-22,515,968	-23,656,049	-24,910,243

Nota: Elaboración Propia a partir los supuestos de proyección de los estados financieros para los próximos 5 años

Tabla 13. Estado de Resultados Embotelladora Andina – Año Base y Proyección 5 años

Nombre de Cuentas	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Ventas Netas	4,656,747.59	6,268,692.95	6,582,127.60	6,927,689.30	7,309,578.17	7,732,665.69	8,202,620.86
Compras	- 2,491,291.37	- 2,942,949.20	- 3,001,808.18	- 3,061,844.35	- 3,123,081.23	- 3,185,542.86	- 3,249,253.72
Variación de existencias	-	- 265,670.02	259,598.86	- 145,447.28	121,912.46	- 13,486.32	56,540.84
Utilidad Bruta en Ventas	2,165,456.22	3,060,073.73	3,839,918.27	3,720,397.67	4,308,409.39	4,533,636.51	5,009,907.98
Gastos Administrativos y Otros	- 604,943.06	- 765,707.83	- 844,192.88	- 932,938.66	- 1,033,585.25	- 1,148,080.98	- 1,278,748.75
Depreciacion & Amortizacion	- 63,698.91	- 57,385.30	- 58,538.59	- 60,438.85	- 62,339.11	- 64,239.37	- 66,139.62
Gastos de Venta	- 943,370.09	- 773,692.28	- 852,995.74	- 942,666.92	- 1,044,363.00	- 1,160,052.64	- 1,292,082.96
Utilidad (Pérdida) Operacional	553,444.16	1,463,288.32	2,084,191.06	1,784,353.24	2,168,122.04	2,161,263.53	2,372,936.64
Gastos financieros	- 9,543.38	- 10,824.75	- 10,824.75	- 10,824.75	- 10,824.75	- 10,824.75	- 10,824.75
Gastos No Operacionales	- 399,521.47	- 358,130.02	- 376,036.53	- 395,778.44	- 417,595.73	- 441,766.69	- 468,615.20
Utilidad (Pérdida) antes de PT e IR	144,379.31	1,094,333.55	1,697,329.79	1,377,750.05	1,739,701.56	1,708,672.08	1,893,496.69
Participación de trabajadores	- 21,656.90	- 92,525.66	- 254,599.47	- 206,662.51	- 260,955.23	- 256,300.81	- 284,024.50
Utilidad (Pérdida) antes de IR	122,722.41	1,001,807.88	1,442,730.32	1,171,087.54	1,478,746.32	1,452,371.27	1,609,472.19
Impuesto a la renta	- 53,929.40	- 131,077.99	- 360,682.58	- 292,771.89	- 369,686.58	- 363,092.82	- 402,368.05
Utilidad (Pérdida) Neta	68,793.01	870,729.89	1,082,047.74	878,315.66	1,109,059.74	1,089,278.45	1,207,104.14
EBITDA	595,486.17	1,428,147.96	1,888,130.18	1,638,129.58	1,969,505.91	1,969,202.08	2,155,051.76

Nota: Elaboración Propia a partir los supuestos de proyección de los estados financieros para los próximos 5 años

Tabla 14. FCF y ECF – Embotelladora Andina – Año Base y Proyección 5 años

Nombre de Cuentas	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Beneficio Antes de Intereses e Impuestos (BAIT)	1,428,147.96	1,888,130.18	1,638,129.58	1,969,505.91	1,969,202.08	2,155,051.76
(-) Impuesto sobre BAIT	- 131,077.99	- 360,682.58	- 292,771.89	- 369,686.58	- 363,092.82	- 402,368.05
Beneficio Neto sin Deuda	1,297,069.96	1,527,447.60	1,345,357.70	1,599,819.33	1,606,109.26	1,752,683.72
(+) Depreciación + Amortización	132,525.61	58,538.59	60,438.85	62,339.11	64,239.37	66,139.62
(-) Variación de Activos Fijos	- 1,006,806.34	- 500,000.00	- 500,000.00	- 500,000.00	- 500,000.00	- 500,000.00
(-) Variación NOF (Necesidades Operativas de Efectivo)	- 109,879.43	- 104,587.13	379,895.03	117,042.77	288,715.85	246,780.00
FCF - Free Cash Flow	312,909.80	981,399.07	1,285,691.58	1,279,201.20	1,459,064.47	1,565,603.34
(-) Gasto Interes * (1 - T)	- 8,118.56	- 8,118.56	- 8,118.56	- 8,118.56	- 8,118.56	- 8,118.56
(+) Incremento Deuda	-	-	-	-	-	-
ECF - Equity Cash Flow	304,791.24	973,280.50	1,277,573.02	1,271,082.64	1,450,945.91	1,557,484.78

Nota: Elaboración Propia a partir los supuestos de proyección de los estados financieros para los próximos 5 años

Obtenido el flujo de caja libre, procedemos al cálculo del Costo Promedio Ponderado del Capital - WACC (Weighted Average Cost of Capital), que se lo realiza con la siguiente formula:

$$WACC = K_e * \frac{E}{E + D} + K_d * (1 - T) * \frac{D}{E + D}$$

Donde:

- K_e : es el costo de los fondos propios calculado en el modelo CAPM
- E: Fondos propios o patrimonio de la empresa
- K_d : es el costo de la deuda, en el caso se considera la tasa nominal referencial del Banco Central del Ecuador. según el segmento empresarial.
- T: Tasa de impuesto a la renta en el Ecuador.
- D: Deuda financiera de la empresa

Tabla 15. Cálculo Costo Promedio Ponderado del Capital – WACC EA

VARIABLE	DETALLE	VALOR
K_e	Costo de Fondos Propios	19.39%
E	Valor Patrimonial	16.478.735
K_d	Costo de la Deuda	9.97%
T	Tasa de Impuestos del Ecuador	25.00%
D	Valor de Deuda	0.00
WACC	Costo Promedio Ponderado del Capital	19.39%

Nota: Elaboración Propia a partir de la aplicación de la fórmula WACC

Obtenido el Costo Promedio Ponderado del Capital, procedemos a la valoración considerando los siguientes parámetros:

Tabla 16. Parámetros de Descuento de Flujos EA

PARÁMETROS DE DESCUENTO

WACC — Tasa ponderada de capital (Weighted Average Cost of Capital)	19.39%
K_e — Rentabilidad exigida por los accionistas	19.39%
g — Tasa de crecimiento perpetuo de los flujos ($g=0 \rightarrow$ moneda constante)	0.00%
Deuda financiera neta (signo negativo = pasivo)	0.00

Nota: Elaboración Propia a partir de la metodología

Con los parámetros establecidos, procedemos a calcular el Enterprise Value (EV):

1. Flujo de Caja Libre:

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

Tabla 17. Free Cash Flow EA

	2025	2026	2027	2028	2029	2030
FCF	312,910	981,399	1,285,692	1,279,201	1,459,064	1,565,603

Nota: Elaboración Propia a partir de la proyección de Estados Financieros

2. Valor Terminal del Flujo de Caja Libre (VT FCF), que se aplica con la siguiente formula:

$$VT\ FCC = \frac{(FCF_{2030} * (1 + g))}{WACC - g}$$

Calculo:

Tabla 18. Valoración Método Enterprise Value (EV / WACC) - EA

Variable	Formula	Valor
VT FCF	$FCF_{2030} \times (1 + g) / (WACC - g)$	8,075,035.03
VP de FCFs proyectados =	años 1 a 6, descontados al WACC	3,477,988.50
VP del Valor Terminal FCF =	$VT / (1 + WACC)^6$	2,788,535.33
ENTERPRISE VALUE (EV)	VP FCFs + VP Valor Terminal	6,266,523.83
	(-) Deuda financiera neta	00.00
EQUITY VALUE (EQV)	EV + Deuda neta	6,266,523.83

Nota: Elaboración Propia a partir de la aplicación de metodología de cálculo

A continuación, procedemos a calcular el Equity Value (EQV):

3. Flujo de Caja Libre del Accionista:

Tabla 19. Equity Cash Flow EA

	2025	2026	2027	2028	2029	2030
ECF	304,791	973,281	1,277,573	1,271,083	1,450,946	1,557,485

Nota: Elaboración Propia a partir de la proyección de Estados Financieros

4. Valor Terminal del Flujo de Caja Libre (VT FCF), que se aplica con la siguiente formula:

$$VT\ FCC = \frac{(FCF_{2030} * (1 + g))}{Ke - g}$$

Calculo:

Tabla 20. Valoración Método Equity Value (EQV / Ke) - EA

Variable	Formula	Valor
VT FCF =	$FCF_{2030} \times (1 + g) / (Ke - g)$	8,033,161.29
VP de FCFs proyectados =	años 1 a 6, descontados al Ke	3,450,574.93
VP del Valor Terminal FCF =	$VT / (1 + Ke)^6$	2,774,075.16
ENTERPRISE VALUE (EV)	VP FCFs + VP Valor Terminal	6,224,650.09

Nota: Elaboración Propia a partir de la aplicación de metodología de cálculo

Valoración por Múltiplos

Para la elaboración de este método se utilizaron dos fuentes de referencia ampliamente reconocidas en la práctica de valoración empresarial: la base de datos sectorial de Aswath Damodaran (January 2026) y la base de múltiplos de Kroll (2025).

La información obtenida de Kroll reportó múltiplos EV/EBITDA de 6,3x para el primer cuartil (Q1) y 6,7x para el segundo cuartil (Q2), por lo que se adoptó un valor promedio de 6,5x como escenario conservador, representativo de operaciones realizadas en mercados privados.

Por otro lado, la base de datos de Damodaran presenta para el sector Beverage (Alcoholic) un múltiplo EV/EBITDA de 8,61x para empresas con EBITDA positivo, el cual fue utilizado como escenario optimista, considerando que refleja las condiciones de empresas públicas comparables de la industria. Finalmente, el escenario base se determinó mediante el promedio simple entre el múltiplo obtenido de Kroll (6,5x) y el múltiplo sectorial de Damodaran (8,61x), resultando un múltiplo de 7,56x, el cual representa un punto de equilibrio entre las condiciones observadas en mercados privados y públicos.

Tabla 21. Valoración Método Múltiplos - EA

<i>Datos</i>	<i>Escenarios</i>		
	<i>Conservador</i>	<i>Base</i>	<i>Optimista</i>
<i>METODO</i>	<i>KROLL 2025 (Q1-Q2 Promedio)</i>	<i>Promedio KROLL 2025-Damodaran</i>	<i>Damodaran Beverage (Alcoholic)</i>
Múltiplo de EBITDA EV/EBITDA	6,50	7,56	8,61
EBITDA	1.428.147	1.428.147	1.428.147
Enterprise Value (EV)	9.282.961	10.789.657	12.296.353
Deuda Financiera Neta (DF-Caja)	- 46.741	-46.741	- 46.741
Equity Value (EqV)	9.329.702	10.836.398	12.343.094

Nota: Elaboración Propia a partir de la aplicación de metodología de cálculo

La valoración por múltiplos aplicada a Embotelladora Andina S.A. permitió obtener un Enterprise Value comprendido entre \$9.282.961 y \$12.296.353.

3.2.2 Valoración de Bebidas Nacionales S.A.

Valoración por Fondos Propios

Según el método de valoración por fondos propios de la Bebidas Nacionales (BN), en base a sus estados financieros, alcanza un valor de \$161.786 de patrimonio neto, como se muestra a continuación:

Tabla 22. Valoración por Método de Fondos Propios Bebidas Nacionales (BN)

DETALLE DE CUENTAS	VALOR
Capital	1,500,000
Otros Resultados Integrales	1,554,217
Resultados Acumulados	(2,631,981)
Resultados del Ejercicio	(260,450)
TOTAL PATRIMONIO NETO	161,786

Nota: Elaboración Propia a partir de EEFF 2025 presentados a la SIC

El capital suscrito de la empresa es de un total de \$1.500.000, con acciones a valor nominal de \$1 dólar, equivalente a una emisión de 1.5 millones de acciones. Por otra parte, en el patrimonio muestra un

impacto negativo de los resultados de la empresa en los años anteriores, incluso en el último periodo analizado presenta pérdidas, lo que ha provocado la pérdida de valor de la empresa del 90%, equivalente a \$161.786.

Valoración Ajustada

En la revisión del estado financiero, podemos encontrar los siguientes ajustes:

- a. En cuanto a los Inventarios, la empresa anualmente realiza la baja de productos que pueden estar obsoletos, que para el año 2025 de ha determinado un valor de \$17.241, valor que también consideramos para la aplicación de este modelo.
- b. Los activos fijos diferentes a terrenos, la empresa aplica una depreciación lineal de acuerdo a la vida útil del activo, pero en cuanto al terreno, este se mantiene registrado sin actualización de su valor comercial o de realización actual, los últimos 8 años, por lo que se estima una revalorización de por lo menos 1% por año, esto equivale a un valor de \$219.319.

Tabla 23. Valoración por Método Ajustado BN	
TOTAL PATRIMONIO NETO	161,786
DETALLE DE AJUSTES	VALOR
(-) Ajuste por Inventarios	(17,241)
(+) Ajuste por Valorización de Activos Fijos	219,319
TOTAL PATRIMONIO AJUSTADO	363,864

Nota: Elaboración Propia a partir de EEFF 2025 y notas de auditoria presentados a la SIC

Considerando los ajustes identificados, la valoración incrementa hasta los \$363.864, esto dado que principalmente la empresa cuenta principalmente con activos con un valor considerable.

Valoración por Liquidación

Para la aplicación de este método, hay que recalcar que la empresa en los últimos años ha reducido su tamaño, para lo cual sus activos se concentran únicamente en terreno y maquinaria, y por el lado del pasivo muestra obligaciones financieras por pagar y cuentas por pagar a relacionados, bajo este preámbulo, a continuación, se comentan los supuestos que impactarían en la valoración por liquidación de la empresa: Uno de los activos importantes de la empresa es el terreno donde se encuentra la empresa, este se mantiene registrado sin actualización de su valor comercial o de realización actual, los últimos 8 años, por lo que se estima una revalorización de por lo menos 1% por año, esto equivale a un valor de \$219.319.

- a. Las instalaciones, las maquinarias y equipos de producción es el segundo activo importante de la empresa, que para efectos de liquidación podrían ser entregados como dación en pago a los acreedores, para la liquidación de las deudas, por lo que no sufrirían cambios.
- b. En cuanto a obligaciones patronales la empresa ya no cuenta con personal de planta, por lo que no incurriría en estos gastos.
- c. Los gastos que se consideran para esta valoración corresponden los Gastos Legales que alcanzarían los \$10.000

Tabla 24. Valoración por Método de Liquidación BN

TOTAL PATRIMONIO NETO	161,786
DETALLE DE AJUSTES	
(+) Activos Líquidos	18,763
(-) Ajuste por Inventarios	(17,241)
(+) Ajuste por Valorización de Activos Fijos	219,319
(-) Ajuste por Gastos Legales y Otros	(10,000)
TOTAL PATRIMONIO LIQUIDACIÓN	372,627

Nota: Elaboración Propia a partir del análisis de EEFF 2025

Bajo este escenario, la valoración de la empresa alcanza los \$372.627.

Valoración por Reposición

Para la determinación de esta valoración se identifican los ítems que son vitales para el funcionamiento de la empresa que a continuación se detalla:

- Capital de trabajo de operación distribuido en:
 - Caja o efectivo
 - Inventarios (productos terminados y materias primas)
 - Activos de máquinas y equipos de producción
- Capital de inversión distribuido en:
 - Marcas y registros de patentes
 - Mobiliario de soporte
- Hay que tomar en cuenta que el accionista realizaría un aporte del 40% y la diferencia se obtiene con financiamiento externo (bancario) con garantía de maquinaria y equipos de producción.

Tabla 25. Valoración por Método de Reposición BN

DETALLE DE CUENTAS	VALOR
ACTIVO	1,718,158
Efectivo	100,000
Cuentas por Cobrar	35,678
Inventario	170,996
Activos Fijos Maquinaria	1,409,064
Otros Activos	2,420
PASIVOS	1,030,895 60%
Proveedores	248,826
Prestamo Bancario Largo Plazo	782,069
PATRIMONIO	687,263 40%

Nota: Elaboración Propia a partir del análisis de EEFF 2025

Valoración por CAPM

Para el desarrollo de este modelo, partimos con la identificación de las variables del modelo, que en primera instancia se debe determinar el beta (β) de la empresa, para proceder con el cálculo de la tasa rentabilidad del accionista (K_e); en este sentido, este cálculo desde el Beta desapalancado, esto dado que Embotelladora Andina es una empresa que no posee deuda.

Cálculo del Beta Apalancado (β_l):

Para este cálculo hemos utilizado la siguiente formula:

$$\beta_l = \beta_u \cdot \left(1 + \left((1 - T) \cdot \frac{D}{E}\right)\right)$$

Donde:

- β_l : Beta apalancada, corresponde cuando el activo está financiado con recursos propios y con deuda (Mascareñas, 2011), que se obtiene de los mercados emergente en el sector de bebidas alcohólicas (Damodaran, 2026).
- β_u : Beta no apalancada, corresponde cuando el activo está financiado con recursos propios (Mascareñas, 2011).
- T: Tasa de impuesto a la renta en el Ecuador.
- D: Deuda de la empresa
- E: Fondos propios o patrimonio de la empresa

Tabla 26. Cálculo de Beta Apalancada CAPM BN

VARIABLE	DETALLE	VALOR
β_u	Beta Desapalancado	0.8884
D	Deuda (Obligaciones Financieras)	3,269,956
E	Fondos Propios (Patrimonio)	161,786
T	Tasa de Impuestos Ecuador	25%
β_l	Beta Apalancada	14.3549

Nota: Elaboración Propia a partir de la aplicación de la fórmula

Como resultado se obtiene que el β es 14.35 que corresponde a una beta con una altísima volatilidad, por lo que muestra un riesgo mayor que el mercado. A partir de este dato se busca el K_e de la empresa, aplicando la siguiente fórmula:

$$CAPM = K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + CRP_{EC}$$

Donde:

- R_f : para el obtener la tasa libre de riesgo, se ha considerado la tasa de rendimiento de los Bonos de largo plazo del Estado Ecuatoriano, reportados en la Bolsa de Valores de Quito.
- β : valor obtenido en el cálculo de Beta reapalancado.
- $(R_m - R_f) + CRP$: corresponde al factor de riesgo de mercado del Ecuador calculado en el indicador ERP (Country – Equity Risk Premium) (Damodaran, 2026).

Tabla 27. Cálculo de Modelo K_e – CAPM BN

VARIABLE	DETALLE	VALOR
R_f	Tasa Libre de Riesgo (Bonos Ecuador)	7,53%
β	Beta Apalancada	14.3549
$(R_m - R_f) + CRP$	Riesgo de Mercado	13.35%
K_e	Rentabilidad Exigida por los Accionistas	199.14%

Nota: Elaboración Propia a partir de la aplicación de la fórmula

Valoración por NORDEFELASE

Para la aplicación de este método, se valoran aspectos cualitativos a continuación:

Tabla 28. Cálculo de Beta Cualitativa NORDEFELASE BN

FACTOR		Peso	Rating (1-5)	Riesgo Pond.	CONCEPTO EVALUADO
N	Negocio: sector / producto	25.0%	2	0.50	Estabilidad del sector y aceptación en bebidas alcohólicas
O	Apalancamiento operativo	10.0%	5	0.50	Alta carga de costos fijos en producción y almacenamiento
D	Directivos	10.0%	2	0.20	Capacidad gerencial para manejar permisos, ventas y control operativo
E	Exposición a otros riesgos	5.0%	3	0.15	Riesgo medio por cambios de consumo, controles sanitarios y productos falsificados
R	Riesgo país	15.0%	4	0.60	Alta sensibilidad a impuestos, regulación y situación económica del Ecuador
F	Flujos: estabilidad	5.0%	5	0.25	Ventas inestables por temporadas, eventos y canales comerciales
E	Endeudamiento asignado	15.0%	5	0.75	Deuda alta frente a la capacidad de pago
L	Liquidez de la inversión	5.0%	5	0.25	Dificultad para recuperar o vender inventario o participación
A	Acceso a fuentes de fondos	5.0%	5	0.25	Acceso limitado a financiamiento
S	Socios	2.0%	5	0.10	Bajo compromiso y respaldo de los socios
E	Estrategia	3.0%	5	0.15	Plan comercial débil para crecer, diferenciar la marca y ampliar ventas
SCORE TOTAL				3.70	
Beta (β) Cualitativa				1.85	

Rating 1=Bajo | 2=Normal | 3=Notable | 4=Alto | 5=Muy alto

Nota: Elaboración Propia a partir de la aplicación de la metodología NODERFELASE

El resultado de la aplicación del modelo NODERFELASE, se obtiene un beta cuantitativo de 1.85, que para obtener el nivel de rendimiento de los accionistas se aplica la formula del Ke:

$$Ke = Rf + \beta * (Rm - Rf) + CRP_{EC}$$

Tabla 29. Cálculo de Modelo Ke – NODERFELASE BN

VARIABLE	DETALLE	VALOR
Rf	Tasa Libre de Riesgo (Bonos Ecuador)	7,53%
β	Beta Cualitativa NODERFELASE	1.85
(Rm – Rf) + CRP	Riesgo de Mercado	13.35%
Ke	Rentabilidad Exigida por los Accionistas	32.22%

Nota: Elaboración Propia a partir de la aplicación de la fórmula Ke

Una vez obtenidos los K_e de ambos modelos se procede con el cálculo de la valoración de la empresa aplicando la formula: $K_e / \text{Dividendos}$, al respecto, la empresa presenta pérdidas, por lo que el cálculo de valoración por dividendos no es posible.

Tabla 30. Valoración por Dividendos BN

Dividendos Pagados		0.00
MODELO	K_e	VALOR
Ke - CAPM	199.14%	0.00
Ke - NODERFELASE	32.22%	0.00

Nota: Elaboración Propia a partir de la aplicación de los métodos de valoración por dividendos

Valoración por Flujo de Caja Descontado

Para la elaboración de este método, debemos realizar la proyección de los estados financieros, estados de resultados y flujo de caja libre de los próximos 5 años, para lo cual a continuación se indican los supuestos que se usaron para este cálculo:

- Promedio días de cobro: la empresa tiene un promedio de 23 días a 2025, se proyecta mantener un estándar de 20 días anualmente.
- Promedio días de pago: en 2025 este indicador se sitúa en 213 días, que para la proyección se estima se mantenga en 70 días; para el caso del promedio de otras cuentas por pagar se mantiene en 40 días.
- Promedio días de inventario: en el año 2025 se alcanza una rotación de 189 días, y para la proyección se estima que los días se encuentren entre 200 y 190 días.
- Inversión de CAPEX: en el último año la empresa presenta una reducción por activos fijos de \$71.820, pero dado las dificultades de generación de flujo, no se realiza inversiones.

- Ventas: se considera un crecimiento anual del 5%, hay que tomar en cuenta que para llegar al punto de equilibrio, la empresa necesita tener un crecimiento de al menos el 65%, valor que no se considera para las proyecciones.
- Costo de Venta: la empresa presentó un incremento en los costos de 0.31%, para la proyección se espera que producto de la inflación, el costo incremente en un 2%.
- Gastos Generales y Administrativos: representan el 11,7% de las ventas en 2025, pero dada la estrategia de contracción, se espera que los gastos se reduzcan progresivamente un 15% anualmente.
- Gastos de Venta: este gasto representa el 25,7% de las ventas en 2025, por lo que también se espera una reducción del 10% anualmente.
- Gastos financieros: la empresa presenta con un alto componente de endeudamiento, contratado a una tasa promedio de 9,2%.
- Amortizaciones y depreciaciones: se mantiene un valor constante del 0.36%.
- Otros Ingresos: se mantiene este rubro ya que corresponde a arriendos que recibe la empresa por el uso de sus instalaciones a terceros, por un valor promedio de \$40.000 anuales.

A continuación, se muestran los estados financieros proyectados:

Tabla 31. Balance General Bebidas Nacionales – Año Base y Proyección 5 años

Nombre	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Activo	5,275,893.47	5,198,289.31	4,945,081.91	4,730,898.30	4,565,851.66	4,438,894.58	4,355,853.86
Activo Corriente	319,714.52	281,492.64	49,062.97	- 145,108.09	- 290,142.17	- 397,086.69	- 460,114.86
Efectivo Y Equivalentes De Efectivo	3,312.41	18,762.82	(218,454)	(412,732)	(565,636)	(676,727)	(746,044)
Cuentas Por Cobrar	62,484.16	35,677.70	32,831.93	34,473.52	36,197.20	38,007.06	39,907.41
Inventarios	181,842.55	170,995.96	178,628.63	177,093.77	183,240.44	185,576.80	189,965.85
Servicios Y Otros Pagos Anticipados	15,524.39	14,072.23	14,072.23	14,072.23	14,072.23	14,072.23	14,072.23
Activos Por Impuestos Corrientes	56,551.01	41,983.93	41,983.93	41,983.93	41,983.93	41,983.93	41,983.93
Activo No Corriente	4,956,178.95	4,916,796.67	4,896,018.94	4,876,006.39	4,855,993.83	4,835,981.28	4,815,968.72
Propiedad Planta Y Equipo	4,954,523.73	4,914,376.28	4,894,363.72	4,874,351.17	4,854,338.61	4,834,326.06	4,814,313.50
Terrenos	2,741,486.26	2,741,486.26	2,741,486.26	2,741,486.26	2,741,486.26	2,741,486.26	2,741,486.26
Edificios + Maquinaria	2,884,314.25	2,812,494.25	2,812,494.25	2,812,494.25	2,812,494.25	2,812,494.25	2,812,494.25
Depreciacion	- 671,276.78	- 639,604.23	- 659,616.79	- 679,629.34	- 699,641.90	- 719,654.45	- 739,667.01
Otros Activos Fijos	1,655.22	2,420.39	1,655.22	1,655.22	1,655.22	1,655.22	1,655.22

Nombre	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Pasivo	- 4,854,171.30	- 5,036,503.34	- 4,985,142.86	- 4,945,027.24	- 4,909,163.29	- 4,877,571.15	- 4,849,628.95
Pasivo Corriente	- 3,627,862.39	- 4,004,319.37	- 3,952,958.89	- 3,912,843.27	- 3,876,979.32	- 3,845,387.18	- 3,817,444.98
Proveedores	- 437,594.07	- 189,398.06	- 187,560.06	- 191,311.26	- 195,137.49	- 199,040.24	- 203,021.04
Obligaciones Con Instituciones Financieras	- 3,087,723.40	- 3,269,956.00	- 3,269,956.00	- 3,269,956.00	- 3,269,956.00	- 3,269,956.00	- 3,269,956.00
Provisiones	- 10,302.64	- 13,358.93	- 11,830.79	- 12,594.86	- 12,212.82	- 12,403.84	- 12,308.33
Otras Obligaciones Corrientes	- 92,242.28	- 33,954.91	- 35,725.73	- 35,883.46	- 36,885.09	- 37,477.97	- 38,301.39
Anticipos	-	- 497,651.47	- 447,886.32	- 403,097.69	- 362,787.92	- 326,509.13	- 293,858.22
Pasivo No Corriente	- 1,226,308.91	- 1,032,183.97	- 1,032,183.97	- 1,032,183.97	- 1,032,183.97	- 1,032,183.97	- 1,032,183.97
Cuentas Por Pagar Diversas/Relacionadas	- 1,225,000.00	- 1,032,000.00	- 1,032,000.00	- 1,032,000.00	- 1,032,000.00	- 1,032,000.00	- 1,032,000.00
Provisiones Beneficios Empleados	- 1,308.91	- 183.97	- 183.97	- 183.97	- 183.97	- 183.97	- 183.97
Patrimonio	- 421,722.17	- 161,785.97	40,060.95	214,128.94	343,311.63	438,676.57	493,775.09
Capital Social	- 1,500,000.00	- 1,500,000.00	- 1,500,000.00	- 1,500,000.00	- 1,500,000.00	- 1,500,000.00	- 1,500,000.00
Otros Resultados Integrales	- 1,553,703.13	- 1,554,216.82	- 1,554,216.82	- 1,554,216.82	- 1,554,216.82	- 1,554,216.82	- 1,554,216.82
Reservas	-	-	-	-	-	-	-
Resultados Acumulados	2,291,595.73	2,631,980.96	2,892,430.85	3,094,277.77	3,268,345.76	3,397,528.45	3,492,893.39
Resultados Del Ejercicio	340,385.23	260,449.89	201,846.92	174,067.99	129,182.68	95,364.94	55,098.52
Pasivo + Patrimonio	-5,275,893	-5,198,289	-4,945,082	-4,730,898	-4,565,852	-4,438,895	-4,355,854

Nota: Elaboración Propia a partir los supuestos de proyección de los estados financieros para los próximos 5 años

Tabla 32. Estado de Resultados Bebidas Nacionales – Año Base y Proyección 5 años

Nombre de Cuentas	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Ventas Netas	550,454.55	562,833.06	590,974.71	620,523.45	651,549.62	684,127.10	718,333.46
Compras	- 306,578.53	- 315,226.99	- 321,531.53	- 327,962.16	- 334,521.40	- 341,211.83	- 348,036.07
Variación de existencias	- 10,846.59	7,632.67	1,534.85	6,146.66	2,336.37	4,389.04	
Utilidad Bruta en Ventas	243,876.02	236,759.48	277,075.85	291,026.44	323,174.88	345,251.64	374,686.43
Gastos Administrativos y Otros	- 28,166.90	- 65,698.67	- 58,636.06	- 52,332.69	- 46,706.92	- 41,685.93	- 37,204.69
Depreciacion & Amortizacion	- 21,369.18	- 20,141.95	- 20,012.56	- 20,012.56	- 20,012.56	- 20,012.56	- 20,012.56
Gastos de Venta	- 224,608.58	- 144,780.62	- 136,817.69	- 129,292.71	- 122,181.61	- 115,461.63	- 109,111.24
Utilidad (Pérdida) Operacional	- 30,268.64	6,138.24	61,609.55	89,388.48	134,273.79	168,091.53	208,357.95
Gastos financieros	- 282,615.41	- 295,000.75	- 303,456.47	- 303,456.47	- 303,456.47	- 303,456.47	- 303,456.47
Gastos No Operacionales	- 62,604.01	- 16,271.89	-	-	-	-	-
(+) Otros Ingresos no Operacionales	35,102.83	44,684.51	40,000.00	40,000.00	40,000.00	40,000.00	40,000.00
Utilidad (Pérdida) antes de PTe IR	- 340,385.23	- 260,449.89	- 201,846.92	- 174,067.99	- 129,182.68	- 95,364.94	- 55,098.52
Participación de trabajadores	-	-	-	-	-	-	-
Utilidad (Pérdida) antes de IR	- 340,385.23	- 260,449.89	- 201,846.92	- 174,067.99	- 129,182.68	- 95,364.94	- 55,098.52
Impuesto a la renta	-	-	-	-	-	-	-
Utilidad (Pérdida) Neta	- 340,385.23	- 260,449.89	- 201,846.92	- 174,067.99	- 129,182.68	- 95,364.94	- 55,098.52
EBITDA	- 8,899.46	26,280.19	81,622.10	109,401.04	154,286.34	188,104.08	228,370.50

Nota: Elaboración Propia a partir los supuestos de proyección de los estados financieros para los próximos 5 años

Tabla 33. FCF y ECF – Bebidas Nacionales – Año Base y Proyección 5 años

Nombre de Cuentas	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Beneficio Antes de Intereses e Impuestos (BAIT)	26,280.19	81,622.10	109,401.04	154,286.34	188,104.08	228,370.50
(-) Impuesto sobre BAIT	-	-	-	-	-	-
Beneficio Neto sin Deuda	26,280.19	81,622.10	109,401.04	154,286.34	188,104.08	228,370.50
(+) Depreciación + Amortización	- 31,672.55	20,012.56	20,012.56	20,012.56	20,012.56	20,012.56
(-) Variación de Activos Fijos	71,820.00	-	-	-	-	-
(-) Variación NOF (Necesidades Operativas de Efectivo)	53,771.73 -	56,147.37 -	40,222.36 -	43,734.29 -	35,738.37 -	34,231.60
FCF - Free Cash Flow	120,199.37	45,487.28	89,191.23	130,564.61	172,378.27	214,151.46
(-) Gasto Interes * (1 - T)	295,000.75	303,456.47	303,456.47	303,456.47	303,456.47	303,456.47
(+) Incremento Deuda	182,232.60	-	-	-	-	-
ECF - Equity Cash Flow	7,431.22 -	257,969.18 -	214,265.24 -	172,891.86 -	131,078.20 -	89,305.01

Nota: Elaboración Propia a partir los supuestos de proyección de los estados financieros para los próximos 5 años

Obtenido el flujo de caja libre, procedemos al cálculo del Costo Promedio Ponderado del Capital - WACC (Weighted Average Cost of Capital), que se lo realiza con la siguiente formula:

$$WACC = Ke * \frac{E}{E + D} + Kd * (1 - T) * \frac{D}{E + D}$$

Donde:

- K_e : es el costo de los fondos propios calculado en el modelo CAPM
- E : Fondos propios o patrimonio de la empresa
- K_d : es el costo de la deuda, en el caso se considera la tasa nominal referencial del Banco Central del Ecuador. según el segmento empresarial.
- T : Tasa de impuesto a la renta en el Ecuador.
- D : Deuda financiera de la empresa

Tabla 34. Cálculo Costo Promedio Ponderado del Capital – WACC BN

VARIABLE	DETALLE	VALOR
K_e	Costo de Fondos Propios	190.14%
E	Valor Patrimonial	161.786
K_d	Costo de la Deuda	9.97%
T	Tasa de Impuestos del Ecuador	25.00%
D	Valor de Deuda	3.269.956
WACC	Costo Promedio Ponderado del Capital	16.51%

Nota: Elaboración Propia a partir de la aplicación de la fórmula WACC

Obtenido el Costo Promedio Ponderado del Capital, procedemos a la valoración considerando los siguientes parámetros:

Tabla 35. Parámetros de Descuento de Flujos BN

PARÁMETROS DE DESCUENTO

WACC — Tasa ponderada de capital (Weighted Average Cost of Capital)	16.51%
K_e — Rentabilidad exigida por los accionistas	199.14%
g — Tasa de crecimiento perpetuo de los flujos ($g=0 \rightarrow$ moneda constante)	0.00%
Deuda financiera neta (signo negativo = pasivo)	- 3,269,956

Nota: Elaboración Propia a partir de la aplicación de metodología de cálculo

Con los parámetros establecidos, procedemos a calcular el Enterprise Value (EV):

5. Flujo de Caja Libre:

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

Tabla 36. Free Cash Flow BN

	2025	2026	2027	2028	2029	2030
FCF	120,199	45,487	89,191	130,565	172,378	214,151

Nota: Elaboración Propia a partir de la proyección de Estados Financieros

6. Valor Terminal del Flujo de Caja Libre (VT FCF), que se aplica con la siguiente formula:

$$VT FCC = \frac{(FCF_{2030} * (1 + g))}{WACC - g}$$

Calculo:

Tabla 37. Valoración Método Enterprise Value (EV / WACC) - BN

Variable	Formula	Valor
VT FCF	$FCF_{2030} \times (1 + g) / (WACC - g)$	1,296,756.30
VP de FCFs proyectados =	años 1 a 6, descontados al WACC	429,771.38
VP del Valor Terminal FCF =	$VT / (1 + WACC)^6$	518,299.57
ENTERPRISE VALUE (EV)	VP FCFs + VP Valor Terminal	948,070.95
	(-) Deuda financiera neta	- 3,269,956.00
EQUITY VALUE (EQV)	EV + Deuda neta	- 2,321,885.05

Nota: Elaboración Propia a partir de la aplicación de metodología de cálculo

A continuación, procedemos a calcular el Equity Value (EQV):

7. Flujo de Caja Libre del Accionista:

Tabla 38. Equity Cash Flow BN

	2025	2026	2027	2028	2029	2030
ECF	7,431	(257,969)	(214,265)	(172,892)	(131,078)	(89,305)

Nota: Elaboración Propia a partir de la proyección de Estados Financieros

8. Valor Terminal del Flujo de Caja Libre (VT FCF), que se aplica con la siguiente formula:

$$VT FCC = \frac{(FCF_{2030} * (1 + g))}{Ke - g}$$

Calculo:

Tabla 39. Valoración Método Equity Value (EQV / Ke) - BN

Variable	Formula		Valor
	$VT\ FCF = FCF_{2030} \times (1 + g) / (Ke - g)$	-	44,844.63
VP de FCFs proyectados =	años 1 a 6, descontados al Ke	-	37,178.50
VP del Valor Terminal FCF =	$VT / (1 + Ke)^6$	-	62.58
ENTERPRISE VALUE (EV)	VP FCFs + VP Valor Terminal	-	37,241.08

Nota: Elaboración Propia a partir de la aplicación de metodología de cálculo

Valoración por Múltiplos

Para la elaboración de este método se utilizaron dos fuentes de referencia ampliamente reconocidas en la práctica de valoración empresarial: la base de datos sectorial de Aswath Damodaran (January 2026) y la base de múltiplos de Kroll (2025).

La información obtenida de Kroll reportó múltiplos EV/EBITDA de 6,3x para el primer cuartil (Q1) y 6,7x para el segundo cuartil (Q2), por lo que se adoptó un valor promedio de 6,5x como escenario conservador, representativo de operaciones realizadas en mercados privados.

Por otro lado, la base de datos de Damodaran presenta para el sector Beverage (Alcoholic) un múltiplo EV/EBITDA de 8,61x para empresas con EBITDA positivo, el cual fue utilizado como escenario optimista, considerando que refleja las condiciones de empresas públicas comparables de la industria.

Finalmente, el escenario base se determinó mediante el promedio simple entre el múltiplo obtenido de Kroll (6,5x) y el múltiplo sectorial de Damodaran (8,61x), resultando un múltiplo de 7,56x, el cual representa un punto de equilibrio entre las condiciones observadas en mercados privados y públicos.

Tabla 40. Valoración Método Múltiplos - BN

<i>Datos</i>	Escenarios		
	<i>Conservador</i>	<i>Base</i>	<i>Optimista</i>
<i>Método de Valoración</i>	<i>KROLL 2025 (Q1-Q2 Promedio)</i>	<i>Promedio KROLL 2025-Damodaran</i>	<i>Damodaran Beverage (Alcoholic)</i>
Múltiplo de EBITDA EV/EBITDA	6,50	7,56	8,61
EBITDA	26.280	26.280	26.280
Enterprise Value (EV)	170.821	198.546	226.272
Deuda Financiera Neta (DF-Caja)	3.251.193	3.251.193	3.251.193
Equity Value (EqV)	-3.080.371	-3.052.646	-3.024.920

Nota: Elaboración Propia a partir de la aplicación de metodología de cálculo

La aplicación de dichos múltiplos sobre el EBITDA de Bebidas Nacionales S.A. permitió obtener un rango de valor empresarial (Enterprise Value) comprendido entre \$170.821. y \$226.272 Sin embargo, al ajustar dicho valor por la deuda financiera neta, se obtuvo un Equity Value negativo. Este resultado se explica por el elevado nivel de apalancamiento financiero que mantiene la compañía, el cual supera el valor económico estimado de sus operaciones bajo el enfoque de múltiplos de mercado.

3.2.3 Evaluación y Selección del Método de Valoración

La aplicación de los todos los métodos de valoración a Embotelladora Andina S.A. (EA) y Bebidas Nacionales S.A. (BN) permite identificar diferencias significativas entre el valor patrimonial de los activos y la capacidad real de generación de flujos de cada empresa. Dando como resultado que muestran distintas dimensiones del valor empresarial y son una herramienta para evaluar la conveniencia financiera de la fusión.

Tabla 41. Resumen de Los Métodos de Valoración

Metodo de Valoración	Embotelladora Andina S.A	Bebidas Nacionales S.A
Valoración Fondos Propios	16,478,735	161,786
Valoración Ajustado	15,669,759	363,864
Valoración por Liquidación	14,997,296	372,630
Valoración por reposición	2,874,826	687,260
Valoración por dividendos - CAPM	4,491,032	N/A
Valoración por dividendos - NODERFELASE	3,884,868	N/A
Valoración por flujo de caja descontado	6,266,524	- 2,321,885
Valoración por múltiplos (Conservador)	9.329.702	-3.080.371

Nota: Elaboración Propia a partir de la aplicación los métodos de valoración aplicados

Evaluación de Embotelladora Andina S.A.

Los métodos estáticos aplicados a Embotelladora Andina presentan valores entre \$14,9 millones y \$16,5 millones, mientras que los métodos dinámicos arrojan valores entre \$3,9 millones y \$6,3 millones. Esta diferencia evidencia que la compañía posee un importante patrimonio acumulado y capacidad instalada que todavía no se refleja plenamente en su generación de flujos de caja.

Los métodos dinámicos muestran una convergencia relevante, con valores relativamente cercanos obtenidos mediante dividendos, flujo de caja descontado y múltiplos comparables. Esta consistencia sugiere que el valor económico del negocio en marcha se encuentra dentro de dicho rango y confirma que la empresa mantiene una operación viable con capacidad de generación de valor futuro.

Por esta razón, se selecciona el método de Flujo de Caja Descontado como principal referencia de valoración, obteniendo un valor de \$6.266.524. Este método incorpora las expectativas de crecimiento, la evolución de los márgenes operativos y la generación futura de efectivo, elementos fundamentales para evaluar una operación de fusión.

Evaluación de Bebidas Nacionales S.A.

Los métodos estáticos aplicados a Bebidas Nacionales (BN) generan valores positivos reducidos, entre \$161.786 y \$687.260, que representan principalmente el valor residual de sus activos. Sin embargo, los métodos dinámicos arrojan valores negativos, con un Flujo Descontado de \$-2.321.885 y una valoración por múltiplos de \$-3.080.371, esto ya que genera pérdidas, lo que dificulta la estimación de valores.

Estos resultados evidencian que la compañía destruyó el valor como negocio en funcionamiento, debido a sus pérdidas operativas recurrentes y a su incapacidad para generar flujos de caja positivos. La diferencia entre el valor de liquidación y el valor obtenido mediante Flujos Descontados demuestra que la continuidad independiente de la empresa resulta menos favorable que una liquidación ordenada.

En consecuencia, para BN no se adopta un modelo de valoración como referencia principal, sino un valor de absorción basado en las sinergias potenciales que puede generar dentro de la entidad fusionada.

Selección del método de valoración y justificación de la fusión

En base a los resultados obtenidos, se confirma que Embotelladora Andina constituye una empresa viable con capacidad de generación de flujos futuros, mientras que Bebidas Nacionales presenta destrucción de valor en continuidad. Bajo este escenario, la fusión por absorción se presenta como la alternativa financieramente más favorable, al transformar una unidad generadora de pérdidas en una oportunidad de creación de valor para el grupo consolidado.

3.3 Consolidación de Estados Financieros y Reestructuración de Pasivos

3.3.1 Consolidación de Estados Financieros

La fusión por absorción de Bebidas Nacionales (BN) por parte de Embotelladora Andina (EA) se contabiliza bajo el **método del predecesor**, incorporando los activos y pasivos de BN a sus valores en libros, y a continuación los detallamos:

1. **Capital de inversión en BN reconocido por EA:** Embotelladora Andina registra en sus estados financieros separados una inversión en subsidiaria Bebidas Nacionales por \$1.500.000, correspondiente al capital aportado por EA en BN. Este importe representa el valor en libros de la participación del 100% bajo el método del costo histórico.
2. **Patrimonio neto de BN a la fecha de fusión:** Bebidas Nacionales S.A. presenta a la fecha de fusión un capital social de \$1.500.000, el cual ha sido reducido por pérdidas operativas acumuladas, resultando en un patrimonio neto de \$161.786. Este valor constituye la porción del patrimonio de BN que se incorpora al balance de la entidad fusionada y que se reconoce como incremento en el capital consolidado de EA.

$$\text{Patrimonio neto BN} = \text{Capital (1.500.000)} - \text{Pérdidas acumuladas (1.338.214)} = 161.786$$

3. **Diferencia de fusión: pérdida aplicada a reservas:** La diferencia de fusión resulta de comparar el valor en libros de la inversión registrada por Andina contra el patrimonio neto de BN que efectivamente se incorpora:

$$\text{Pérdida} = \text{Inversión Subsidiarias AE (\$1.500.000)} - \text{Patrimonio Neto (\$161.786)} = \$1.338.214$$

Esta diferencia de \$1.338.214 representa el exceso del costo de la inversión sobre el valor neto de los activos incorporados, originado directamente por las pérdidas acumuladas de BN que

erosionaron su patrimonio. Conforme al método del predecesor, esta diferencia no se lleva al estado de resultados del período, sino que se registra como una reducción directa en las reservas patrimoniales de EA, preservando la continuidad histórica de los registros contables.

4. **Eliminación de saldos entre empresas:** Embotelladora Andina S.A. registraba en su activo una cuenta por cobrar a BN de \$1.032.000, originada en el apoyo financiero recurrente provisto a la subsidiaria. Esta misma obligación figuraba en el pasivo de Bebidas Nacionales S.A. como cuentas por pagar a relacionadas por \$1.032.000. Al tratarse de un saldo entre entidades que conforman ahora un único sujeto jurídico, ambos registros se eliminan simultáneamente: desaparece el activo de Andina y se cancela el pasivo de BN, sin impacto sobre el patrimonio consolidado.

Asiento de consolidación integral

La totalidad de los ajustes de consolidación se sintetiza en el siguiente asiento, que recoge de forma integrada la baja de la inversión, la incorporación del patrimonio de BN, la diferencia de fusión y la eliminación del saldo entre ambas empresas:

Tabla 42. Asiento Contable de Consolidación de Estados Financieros

DETALLE DE CUENTAS	DEBE	HABER
Activos de BN (línea por línea, valor en libros)	5,198,289	
Diferencia de fusión → Reservas EA	1,338,214	
Pasivos de BN (línea por línea, valor en libros)		5,036,503
CxP relacionadas BN (eliminación IC)	1,032,000	
Inversión en subsidiaria BN (activo EA)		1,500,000
CxC relacionadas Andina (eliminación IC)		1,032,000
Patrimonio neto BN	161,786	
Capital incorporado EA		161,786
TOTAL	7,730,289	7,730,289

Nota: Elaboración Propia a partir de la aplicación de los supuestos de consolidación de EEFF.

Con la aplicación de este asiento contable, se obtiene que:

- Activos Totales de la nueva empresa alcanzan los \$22.023.890, incrementando un total de \$2.666.289 correspondientes principalmente a los activos fijos.
- Pasivos Totales nuevos suman un total de \$6.883.369, por la incorporación de las obligaciones financieras de BN que la empresa no puede pagar y ahora EA debe realizar un proceso de reestructuración de deuda.
- Patrimonio nuevo alcanza los \$15.140.521, incorporando el capital nuevo y aplicando a las reservas la pérdida de valor de BN.

A continuación, se presenta los estados financieros:

Tabla 43. Consolidación de Estados Financieros

Nombre	BEBIDAS NACIONALES	EMBOTELLADORA ANDINA	AJUSTES	NUEVA EMBOTELLADORA ANDINA
Activo	5,198,289	19,357,600	-2,532,000	22,023,890
Activo Corriente	281,493	9,441,064	-1,032,000	8,690,557
Efectivo Y Equivalentes De Efectivo	18,763	46,741		65,504
Cuentas Por Cobrar	35,678	7,789,556	-1,032,000	6,793,234
Inventarios	170,996	1,417,331		1,588,327
Servicios Y Otros Pagos Anticipados	14,072	146,539		160,611
Activos Por Impuestos Corrientes	41,984	23,272		65,256
Otros Activos Corrientes		17,624		17,624
Activo No Corriente	4,916,797	9,916,536	-1,500,000	13,333,333
Propiedades, Planta Y Equipo	4,914,376	7,196,966	-	12,111,342
Terrenos	2,741,486	6,904,123		9,645,609
Edificios + Maquinaria	2,812,494	8,248,674		11,061,168
Depreciacion	-639,604	-7,955,831		-8,595,435
Otros Activos No Corrientes	2,420	2,622,431	-1,500,000	1,124,851
Inversiones En Subsidiaria		1,519,744	-1,500,000	19,744
Inversiones En Asociadas		1,102,687		1,102,687
Activo Impuestos Diferidos		97,139		97,139
Pasivo	-5,036,503	-2,878,866	1,032,000	-6,883,369
Pasivo Corriente	-4,004,319	-2,426,990	-	-6,431,309
Cuentas Y Documentos Por Pagar	-189,398	-774,345		-963,743
Obligaciones Con Instituciones Financieras	-3,269,956	-		-3,269,956
Provisiones	-13,359	-163,568		-176,927
Otras Obligaciones Corrientes	-33,955	-1,489,077		-1,523,032
Anticipo De Clientes	-497,651	-		-497,651
Pasivo No Corriente	-1,032,184	-451,876	1,032,000	-452,060
Cuentas Por Pagar Diversas/Relacionadas	-1,032,000	-	1,032,000	-
Provisiones Beneficios A Empleados	-184	-451,876		-452,060
Patrimonio	-161,786	-16,478,735	1,500,000	-15,140,521
Capital	-161,786	-3,000,000		-3,161,786
Otros Resultados Integrales		-3,092,775		-3,092,775
Reservas		-5,590,702	1,500,000	-4,090,702
Resultados Acumulados		-3,924,527		-3,924,527
Presente Ejercicio		-870,730		-870,730
Pasivo + Patrimonio	-5,198,289	-19,357,600	2,532,000	-22,023,890

Nota: Elaboración Propia a partir de la aplicación de los supuestos de consolidación de EEFF.

3.3.2 Reestructuración de Pasivos

La incorporación de los pasivos de Bebidas Nacionales S.A. al balance de la entidad fusionada genera una deuda financiera de \$3.269.956 que requiere una solución estructural sostenible. El análisis de las opciones disponibles parte de una premisa fundamental que el estado de resultados proyectado de la entidad fusionada confirma que la empresa cuenta con capacidad de pago suficiente para atender el servicio de deuda de forma autónoma, sin necesidad de liquidar activos. En base a esto se plantean las siguientes opciones:

1. Liquidación de los activos improductivos (terreno con un valor de \$2.741.486) de Bebidas Nacionales, abonar a la deuda y la diferencia refinanciar la deuda a un plazo de 5 años. Esta opción tiene como principal limitación, encontrar un comprador dispuesto a pagar la totalidad de valor del terreno, lo que puede provocar que se penalice el valor del terreno por la necesidad de liquidación rápida.
2. No vender los activos, y refinanciar la deuda a 5 años. La principal limitación de esta estrategia es que genera una carga financiera importante sobre los resultados de la empresa, que aunque cuenta con capacidad de pago, implica llevar un control de los gastos de la empresa y limita la capacidad de expansión de la empresa, provocando un riesgo para los accionistas.
3. Aplicar una estrategia híbrida, refinanciar toda la deuda y poner en venta el activo, esperando encontrar un comprador en el tiempo que pague el valor mínimo requerido.

En base a esto, a continuación, presentamos los escenarios:

Opción 1 — Liquidación Inmediata del Terreno y Abono de la Deuda

La primera alternativa evaluada propone la venta inmediata del terreno —cuyo valor de mercado asciende a \$2.741.486— para abonar al capital adeudado y refinanciar únicamente el saldo remanente. En condiciones ideales, si la venta se concretara al valor de mercado, el abono cubriría gran parte del saldo de deuda existente, que a la fecha es de \$3.269.956.

Sin embargo, esta opción presenta dos riesgos estructurales.

- Riesgo de tiempo: la comercialización de un bien inmueble en Ecuador puede extenderse por meses o incluso años, tomando en cuenta el valor del activo, especialmente en un contexto en que el vendedor (Embotelladora Andina) operaría bajo presión de reestructuración, lo cual es de conocimiento del mercado y limita el poder de negociación. Durante ese período la empresa igualmente debe atender el servicio de deuda, por lo que no existe un alivio inmediato de caja.
- Riesgo de precio: los procesos de venta urgente de activos tienden a concretarse con descuentos significativos respecto al valor de tasación. Un descuento del 20% sobre el valor de mercado reduciría el producto de la venta a \$2.193.189, incrementando la pérdida en este proceso.

Adicionalmente, la venta inmediata implica la pérdida definitiva del potencial de revalorización del terreno en el mediano plazo y la renuncia a los beneficios.

Opción 2 — Estrategia híbrida: refinanciamiento y Venta de terreno

Esta estrategia establece como base operativa el refinanciamiento de la totalidad de la deuda de USD 3.269.956 a cinco años con tasa del 9,3% anual, generando una cuota mensual fija de USD 68.356 y un servicio anual de deuda de USD 820.272. En paralelo, se pone el terreno a la venta a precio de mercado

(\$2.741.486) sin urgencia temporal, lo que preserva el poder de negociación del vendedor y maximiza la probabilidad de obtener el mejor precio. Cuando la venta se concrete, el producto íntegro se aplica como abono extraordinario al capital.

Capacidad de pago autónoma demostrada

El estado de resultados proyectado de la entidad fusionada demuestra que el negocio consolidado genera capacidad de pago suficiente para atender el servicio de deuda de forma íntegra y autónoma durante los cinco años del plan, con independencia de la venta del terreno. La cobertura del servicio de deuda (ratio utilidad neta / servicio anual) es de 1,00x en 2025 y mejora progresivamente hasta 1,50x en 2029, con una cobertura promedio de 1,27x para el período completo.

Tabla 44. Consolidación de Estados Financieros

Año	Saldo inicial	Capital	Intereses	Saldo final	Utilidad neta	Cobertura
2025	3,269,956	538,746	281,526	2,731,210	820,759	1.00x
2026	2,731,210	591,041	229,231	2,140,169	1,077,815	1.31x
2027	2,140,169	648,413	171,859	1,491,756	901,938	1.10x
2028	1,491,756	711,353	108,919	780,403	1,196,803	1.46x
2029	780,403	780,403	39,869	0	1,228,381	1.50x
TOTAL	0	3,269,956	831,404	0	5,225,696	1.27x prom.

Nota: Elaboración Propia a partir de la aplicación de los supuestos de consolidación de EEFF.

3.4 Fusión y Gobernanza

3.4.1 Proceso de Formalización Legal de la Fusión

Para la formalización legal de la fusión por absorción entre Embotelladora Andina S.A. y Bebidas Nacionales S.A., se debe constituir un conjunto de actos societarios, regulatorios y administrativos, que en Ecuador se encuentra regulado principalmente por la Ley de Compañías y es supervisado por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

En la modalidad de fusión por absorción, Embotelladora Andina S.A., en calidad de sociedad absorbente, incorporaría el patrimonio, derechos y obligaciones de Bebidas Nacionales S.A., sociedad absorbida, la cual se extingue sin entrar en proceso de liquidación. Como consecuencia, la absorbente asume universalmente los activos, pasivos, contratos, obligaciones laborales y relaciones jurídicas de la empresa absorbida.

En el Art. 338 de la Ley de Compañías expone que: “Para la fusión de cualquier compañía en una compañía nueva se acordará primero la disolución y luego se procederá al traspaso en bloque de los respectivos patrimonios sociales a la nueva compañía.

Si la fusión hubiere de resultar de la absorción de una o más compañías por otra compañía existente, ésta adquirirá en la misma forma los patrimonios de la o de las compañías absorbidas, aumentando en su caso el capital social en la cuantía que proceda.

Los socios o accionistas de las compañías extinguidas participarán en la nueva compañía o en la compañía absorbente, según los casos, recibiendo un número de acciones o adquiriendo derecho de cuota de capital por un valor proporcional a sus respectivas participaciones en aquellas.”

De acuerdo con la Ley de Compañías del Ecuador el Art. 340 al 343 menciona que, el proceso de fusión por absorción requiere la aprobación previa de las juntas extraordinarias de accionistas de las compañías participantes, incluyendo las bases de la operación y las reformas estatutarias necesarias. Posteriormente, la fusión debe formalizarse mediante escritura pública y contar con la aprobación de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, para finalmente ser inscrita en el Registro Mercantil, momento en el cual surte efectos legales.

La compañía absorbente asume automáticamente todos los derechos y obligaciones de la sociedad absorbida, incluyendo activos, pasivos, contratos, permisos y obligaciones tributarias y laborales. Asimismo, la normativa exige la elaboración de estados de situación financiera individuales y consolidados que respalden la operación y permitan reflejar el impacto patrimonial de la fusión.

Desde el punto de vista tributario, la operación implica analizar aspectos relacionados con la transferencia de activos y pasivos, la continuidad de obligaciones fiscales y el tratamiento de impuestos aplicables, con el fin de garantizar el cumplimiento legal y la validez de la integración empresarial.

3.4.2 Gobierno Corporativo Post-Fusión

La fusión por absorción entre Embotelladora Andina S.A. y Bebidas Nacionales S.A. tiene como uno de sus principales objetivos consolidar en una sola estructura jurídica las operaciones que, en la práctica, ya se desarrollaban de manera integrada. Debido a la relación accionaria existente entre ambas compañías, la mayor parte de las funciones estratégicas, administrativas, financieras y operativas de Bebidas Nacionales S.A. son ejecutadas por el personal de Embotelladora Andina S.A., utilizando sus recursos humanos y administrativos para la gestión integral del negocio.

En este contexto, el modelo de gobierno corporativo post-fusión no representa un cambio sustancial en la administración del grupo empresarial, sino la formalización de una estructura organizacional ya consolidada, permitiendo mejorar la eficiencia administrativa, fortalecer los mecanismos de control y eliminar costos asociados al mantenimiento de dos sociedades independientes.

Estructura organizacional

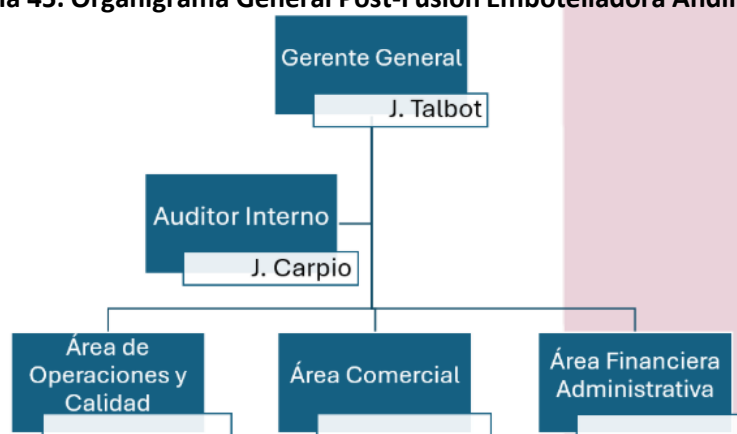
Una vez perfeccionada la fusión, Embotelladora Andina S.A. mantendrá su personalidad jurídica, absorbiendo la totalidad de los activos, pasivos, derechos y obligaciones de Bebidas Nacionales S.A. La

estructura organizacional de la empresa resultante corresponderá a la actualmente utilizada por Embotelladora Andina, la cual dispone de áreas funcionales consolidadas en dirección estratégica, administración, finanzas, operaciones, comercial, logística y cumplimiento normativo.

Dado que dichas áreas ya prestaban soporte a las actividades de Bebidas Nacionales S.A., la integración no requerirá modificaciones relevantes en la organización interna, únicamente requerirá la incorporación del personal responsable del área comercial de Bebidas Nacionales S.A., bajo estas premisas se plantea el siguiente organigrama organizacional.

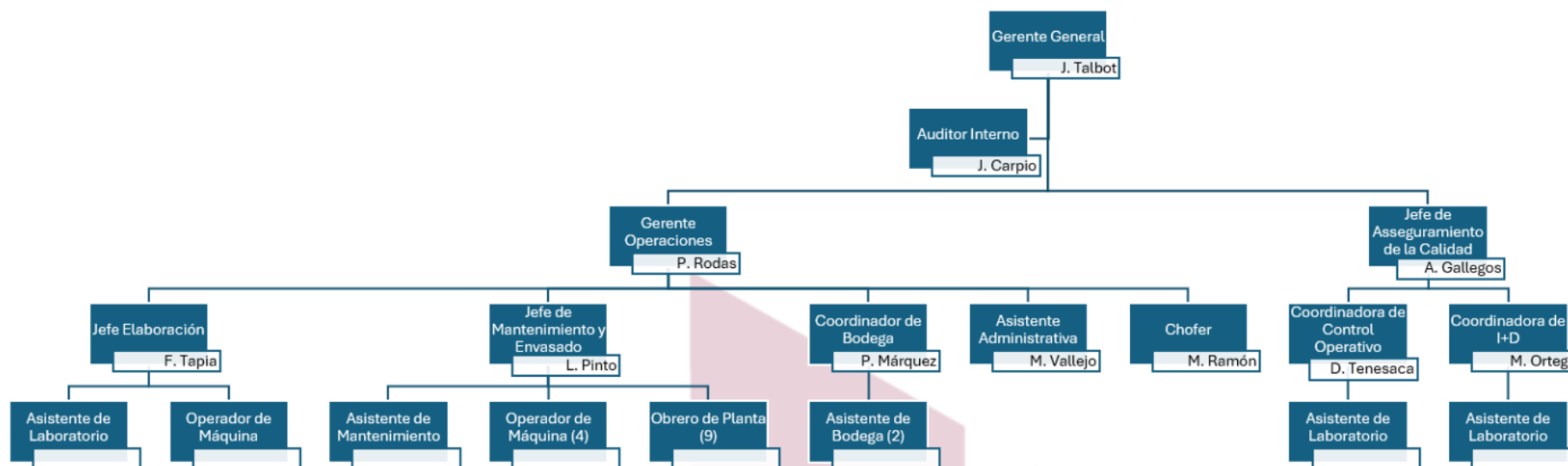
Estructura Organizacional Post-Fusión de Embotelladora Andina S.A.

Tabla 45. Organigrama General Post-Fusión Embotelladora Andina S.A.



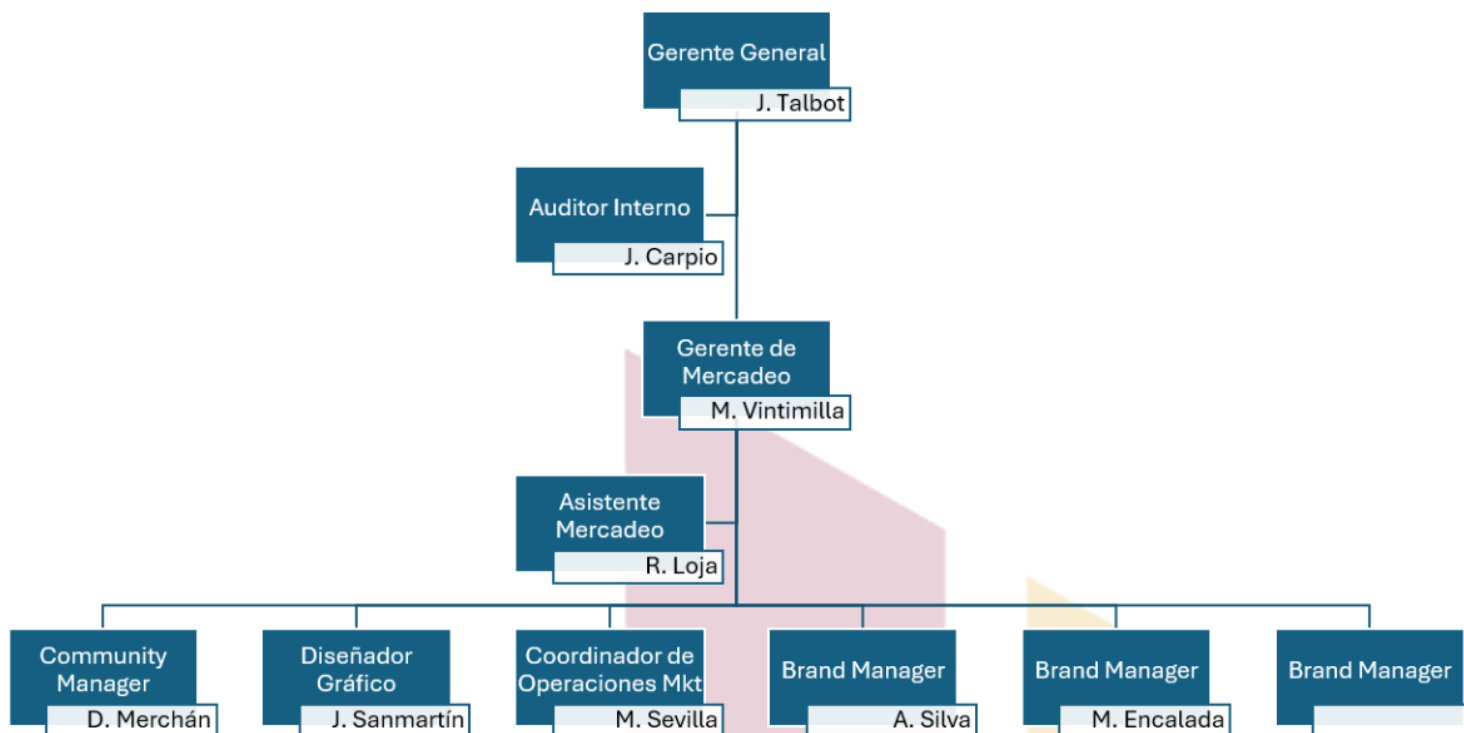
Nota: Elaboración Propia a partir de la estructura organizacional

Tabla 46. Organigrama División Operaciones y Calidad Embotelladora Andina S.A.



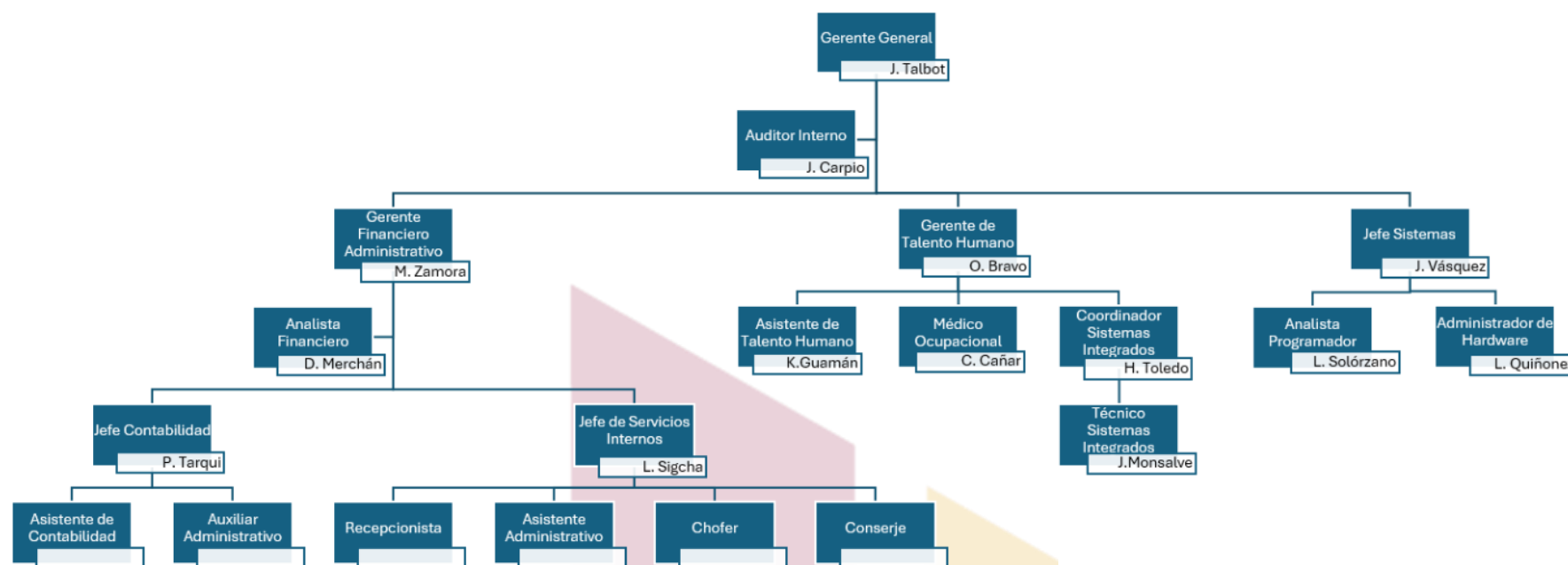
Nota: Elaboración Propia a partir de la estructura organizacional

Tabla 47. Organigrama División Comercial Embotelladora Andina S.A.



Nota: Elaboración Propia a partir de la estructura organizacional

Tabla 48. Organigrama División Administrativa Embotelladora Andina S.A.



Nota: Elaboración Propia a partir de la estructura organizacional

Continuidad de la administración

La administración de la sociedad fusionada continuará siendo ejercida por el equipo directivo de Embotelladora Andina S.A., garantizando la estabilidad en los procesos de toma de decisiones y el mantenimiento de las políticas corporativas existentes.

La experiencia acumulada por la administración en la gestión de ambas compañías reduce los riesgos propios de los procesos de integración empresarial y facilita el cumplimiento de los objetivos financieros y operativos proyectados en la presente investigación.

Eliminación de órganos societarios duplicados

La fusión permitirá eliminar la existencia de órganos societarios independientes en Bebidas Nacionales S.A., concentrando la administración y representación legal bajo una única estructura corporativa.

Como consecuencia, dejarán de mantenerse juntas generales de accionistas, representación legal, obligaciones societarias, procesos contables independientes y demás actividades administrativas propias de una sociedad autónoma, generando importantes eficiencias operativas y económicas.

Tabla 49. Roles y Funciones Embotelladora Andina S.A.

Junta General de Accionistas	La Junta General de Accionistas constituirá el máximo órgano de gobierno de la empresa fusionada, manteniendo las facultades de aprobación de estados financieros, distribución de utilidades, reformas estatutarias y decisiones estratégicas de largo plazo.
-------------------------------------	--

Directorio	El Directorio será responsable de supervisar el cumplimiento de los objetivos estratégicos de la integración, evaluar los resultados financieros del negocio consolidado y monitorear la captura de las sinergias derivadas de la fusión.
Gerencia General	La Gerencia General continuará ejerciendo la administración integral del negocio, coordinando las áreas operativas, financieras y comerciales bajo un esquema unificado de gestión.
Áreas financieras y administrativas	Las funciones financieras y administrativas permanecerán centralizadas en Embotelladora Andina S.A., considerando que dichas actividades ya eran desarrolladas para ambas compañías antes de la fusión. Esta centralización permitirá fortalecer el control interno, optimizar la gestión del flujo de caja y reducir costos administrativos derivados de la operación de dos estructuras societarias independientes.

Nota: Elaboración Propia a partir de los roles de la organización

3.4.3 Indicadores de Seguimiento y Creación de Valor

Sinergias

- Eliminación de costos de mantenimiento societario.
- Eliminación de auditorías, declaraciones y obligaciones regulatorias separadas.
- Consolidación contable y tributaria.
- Eliminación de gastos legales y notariales recurrentes.
- Reducción de costos financieros derivados de la absorción de una empresa altamente apalancada.

- Incorporación del único vendedor de Bebidas Nacionales a la estructura comercial de Embotelladora Andina sin necesidad de crear nuevas áreas.

Valor Económico Agregado (EVA)

El Valor Económico Agregado (EVA) constituye un indicador de creación de riqueza para los accionistas, al medir el beneficio generado una vez descontado el costo de oportunidad del capital invertido.

En el contexto de la presente fusión, la creación de valor deriva de la capacidad del negocio consolidado para generar mayores resultados operativos mediante la captura de sinergias, la reducción de costos estructurales y el fortalecimiento de la posición financiera del grupo empresarial.

En la medida en que los beneficios económicos obtenidos superen el costo del capital empleado, la empresa fusionada generará un EVA positivo, reflejando una efectiva creación de valor para sus accionistas.

KPIs de integración

Con el propósito de monitorear el desempeño del proceso de integración y evaluar el cumplimiento de los objetivos estratégicos de la fusión, se establecen los siguientes indicadores clave de desempeño (Key Performance Indicators - KPIs):

- **Cumplimiento de sinergias proyectadas:** mide el porcentaje de ejecución de los ahorros y eficiencias estimadas en el plan de integración.
- **Reducción de gastos operativos:** evalúa la disminución de los costos administrativos y societarios derivados de la consolidación organizacional.

- **Disminución del endeudamiento:** mide la evolución de los niveles de apalancamiento financiero del negocio consolidado, buscando fortalecer la solvencia patrimonial.
- **Incremento del flujo de caja libre:** evalúa la capacidad de la empresa para generar efectivo disponible después de cubrir sus necesidades operativas e inversiones.
- **Recuperación del valor patrimonial:** mide el fortalecimiento progresivo del patrimonio consolidado mediante la reducción de pérdidas acumuladas y la generación sostenida de resultados positivos.

El monitoreo permanente de estos indicadores permitirá verificar el cumplimiento de los objetivos financieros y estratégicos de la fusión, asegurando que la integración contribuya efectivamente a la creación de valor sostenible para los accionistas y al fortalecimiento competitivo de la empresa resultante.

CAPITULO 4 – CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

4.1 Conclusión General

La investigación confirma que la fusión por absorción de Bebidas Nacionales S.A. por parte de Embotelladora Andina S.A. es financieramente viable, estratégicamente conveniente y generadora de valor para los accionistas. Los resultados demuestran que Bebidas Nacionales presenta un valor de continuidad negativo de \$-2.321.885, evidenciando destrucción de valor como empresa independiente. En contraste, Embotelladora Andina registra un valor de \$6.266.524 mediante el método de Flujo de Caja Descontado, además de utilidades proyectadas crecientes desde \$820.759 en 2025 hasta \$1.412.946 en 2030. Estas condiciones permiten sostener el proceso de integración y atender el servicio de la deuda consolidada.

4.2 Valoración de Embotelladora Andina S.A. y Bebidas Nacionales S.A.

La valoración evidencia dos realidades financieras distintas. Embotelladora Andina presenta un valor económico positivo y una capacidad sostenida de generación de flujos. Los métodos dinámicos convergen en un rango entre \$3.884.868 y \$6.266.524, confirmando la consistencia de la valoración obtenida.

Por el contrario, Bebidas Nacionales registra valores negativos en los métodos de continuidad, con un Flujo Descontado de \$-2.321.885. Su valor de liquidación asciende a \$372.630, superior al valor obtenido bajo continuidad, lo que confirma que la empresa destruye valor operando de forma independiente.

4.3 Reestructuración del pasivo de Bebidas Nacionales S.A.

La estrategia de refinanciamiento propuesta permite reestructurar las obligaciones financieras por \$3.269.956 mediante un esquema de pago a cinco años con un pago anual de \$819.672 (capital + intereses).

Las proyecciones muestran que la cobertura del servicio de deuda se mantiene en niveles sostenibles, pasando de 1,00x en 2025 a 1,50x en 2029. Adicionalmente, el terreno valorado en \$2.741.486 constituye un respaldo para abonar la deuda en caso de generar una venta en condiciones que le beneficie a Embotelladora Andina, sin requerir una venta inmediata con un precio por debajo de lo mínimo esperado.

4.4 Gobierno corporativo y creación de valor

La creación de valor esperada no depende únicamente de la ejecución de la fusión, sino también de la capacidad de la organización para administrar adecuadamente la empresa consolidada. Es importante recalcar que ambas empresas ya han venido trabajando en consolidar los procesos administrativos en Embotelladora Andina, por lo que el modelo de gobierno corporativo actual es una estructura clara de dirección, supervisión y seguimiento, orientada al cumplimiento de los objetivos financieros y estratégicos de la integración.

4.5 Recomendaciones

- **Ejecutar la fusión en el corto plazo:** Se recomienda formalizar la fusión de manera inmediata, dado que Bebidas Nacionales mantiene un valor de continuidad negativo de \$-2.321.885 y continúa generando pérdidas lo cual agrava la su situación financiera, toda vez que la carga

financiera que cuenta por la deuda, genera un mayor riesgo de quiebra.

- **Mantener el terreno como activo estratégico:** El terreno valorado en \$2.741.486 debe mantenerse hasta encontrar condiciones favorables de mercado. Una venta a valor de mercado (sin estrés) permitiría alcanzar un buen precio, esperando realizar el pago de la totalidad de la deuda reestructurada y reducir los gastos financieros futuros.
- **Monitorear mensualmente los indicadores financieros:** Durante los primeros años posteriores a la fusión se recomienda monitorear mensualmente el EBITDA, flujo de caja, cobertura del servicio de deuda y cumplimiento presupuestario de ventas y costos, con énfasis en mantener una cobertura superior a 1,00x.
- **Materializar las sinergias:** La entidad fusionada debe priorizar la consolidación administrativa, financiera y comercial para capturar las sinergias previstas. El objetivo debe ser mejorar progresivamente la rentabilidad y fortalecer la generación de efectivo durante el horizonte 2025-2030.

Bibliografía

- Asamblea Nacional del Ecuador. (2023). *Ley de Compañías: Codificación*. Registro Oficial.
<https://www.supercias.gob.ec/portalscv/s/>
- Banco Central del Ecuador. (2026). *Tasas de interés: Series monetarias y financieras* [Base de datos en línea].
 Dirección Nacional de Síntesis Macroeconómica.
https://contenido.bce.fin.ec/documentos/informacioneconomica/MonetarioFinanciero/ix_TasasInteres.html
- Bolsa de Valores de Guayaquil [BVG]. (2026). *Informe de negociaciones del Sector Público – Marzo 2026: Informe mensual del desempeño y análisis de negociaciones del Sector Público en el Mercado Bursátil Nacional*. Bolsa de Valores de Guayaquil.
<https://bolsadevaloresguayaquil.com/boletines/sectorpublico/SPmar26.pdf>
- Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2019). *Principles of corporate finance* (13.^a ed.). McGraw Hill. ISBN: 978-1-260-01390-0
- Calvo Cruz, G. (2023). *Valoración de la compañía Newco en base a su balance* [Material de clase, Código E-FCO-21-001148; Rev. febrero 2023]. EIG Campus.
- Calvo Cruz, G. (2025a). *Cálculo del cash flow generado en los últimos años por la compañía* [Material de clase, Código L-FCO-21-001152; Rev. febrero 2025]. EIG Campus.
- Calvo Cruz, G. (2025b). *Métodos de valoración de empresas* [Material de clase, Código T-FCO-21-001151; Rev. febrero 2025]. EIG Campus.
- Calvo Cruz, G. (2025c). *Metodologías de valoración basadas en múltiplos* [Material de clase, Código L-FCO-21-001158; Rev. febrero 2025]. EIG Campus.

- Calvo Cruz, G. (2025d). *Metodologías de valoración basadas en múltiplo de EBITDA* [Material de clase, Código L-FCO-21-001159; Rev. febrero 2025]. EIG Campus.
- Calvo Cruz, G. (2025e). *Proyección de los resultados futuros de la compañía* [Material de clase, Código L-FCO-21-001153; Rev. febrero 2025]. EIG Campus.
- Damodaran, A. (2002). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset* (2.^a ed.). John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2006). *Damodaran on valuation: Security analysis for investment and corporate finance* (2.^a ed.). John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2026). *Betas by sector: Emerging markets* [Base de datos en línea; datos a enero de 2026]. Stern School of Business, New York University.
https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/BetasGlobal.html (Archivo Excel: <https://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betaemerg.xls>)
- Damodaran, A. (2026). *Country default spreads and risk premiums* [Base de datos en línea; actualización enero 2026]. Stern School of Business, New York University.
https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html
- Fernández, P. (2019). *Valoración de empresas y sensatez* (4.^a ed.). IESE Business School – Universidad de Navarra.
- Gordon, M. J., & Shapiro, E. (1956). Capital equipment analysis: The required rate of profit. *Management Science*, 3(1), 102–110. <https://doi.org/10.1287/mnsc.3.1.102>

International Accounting Standards Board [IASB]. (2008). *NIIF 3 – Combinaciones de negocios*. IFRS Foundation. <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ifrs-3-business-combinations/>

International Accounting Standards Board [IASB]. (2011). *NIC 28 – Inversiones en asociadas y negocios conjuntos*. IFRS Foundation. <https://www.ifrs.org/issued-standards/list-of-standards/ias-28-investments-in-associates-and-joint-ventures/>

Lintner, J. (1965). The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The Review of Economics and Statistics*, 47(1), 13–37. <https://doi.org/10.2307/1924119>

Mascareñas, J. (2011). *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas* (5.ª ed.). Ecobook – Editorial del Economista.

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261–297. <https://www.jstor.org/stable/1809766>

Modigliani, F., & Miller, M. H. (1963). Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *The American Economic Review*, 53(3), 433–443. <https://www.jstor.org/stable/1809167>

Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, 19(3), 425–442. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x>

Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros [SCVS]. (2025). *Portal de información empresarial: Estados financieros y directorio de compañías*. Gobierno del Ecuador. <https://www.supercias.gob.ec>



Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros [SCVS]. (2025). *Estados financieros auditados: Portal de consulta de compañías* [Base de datos en línea]. Gobierno del Ecuador.
<https://appscvsgen.supercias.gob.ec/consultaCompanias/societario/busquedaCompanias.jsf>