



UASB
Universidad Andina
Simón Bolívar

Cláusula de cesión de derecho de publicación de tesis/monografía

Yo... GERAL ALFONSO ANDRÉS DE ZABALA C.I. 4310975 LB
autor/a de la tesis titulada

VALORACIÓN DE LA EMPRESA MULTICINE LA PAZ

mediante el presente documento dejo constancia de que la obra es de mi exclusiva
autoría y producción, que la he elaborado para cumplir con uno de los requisitos previos
para la obtención del título de

MASTER EN ECONOMÍA APLICADA

En la Universidad Andina Simón Bolívar, Sede académica La Paz.

1. Cedo a la Universidad Andina Simón Bolívar, Sede Académica La Paz, los derechos exclusivos de reproducción, comunicación pública, distribución y divulgación a partir de la fecha de defensa de grado, pudiendo, por lo tanto, la Universidad utilizar y usar esta obra por cualquier medio conocido o por conocer, siempre y cuando no se lo haga para obtener beneficio económico. Esta autorización incluye la reproducción total o parcial en formato virtual, electrónico, digital u óptico, como usos en red local y en internet.

2. Declaro que en caso de presentarse cualquier reclamo de parte de terceros respecto de los derechos de autor/a de la obra antes referida, yo asumiré toda responsabilidad frente a terceros y a la Universidad.

3. En esta fecha entrego a la Secretaría Adjunta a la Secretaria General sede Académica La Paz, los tres ejemplares respectivos y sus anexos en formato impreso y digital o electrónico.

Fecha. 3/03/2023

Firma: [Firma manuscrita]

Caratula interna



UNIVERSIDAD ANDINA SIMÓN BOLÍVAR
SEDE ACADÉMICA LA PAZ

PROGRAMA DE MAESTRIA EN ECONOMIA APLICADA
GESTIÓN: 2016 – 2017

Valoración de la empresa MULTICINE La Paz

Tesis presentada para optar el
Grado Académico de Magister en
Economía Aplicada

MAESTRANTE: Geral Alfonso Andrade Zabala

TUTOR: Marcelo Díaz Quevedo

LA PAZ – BOLIVIA
2023

Agradecimientos:

Agradezco a Dios por haberme dado vida y haberme hecho un ser de bien, por darme la oportunidad de seguir capacitándome, además de darme todo principalmente a mis padres y amigos Gafuri† y Matilde por enseñarme una vida sencilla y plena, por corregirme en los momentos difíciles y darme principios para vivir en paz.

Un reconocido agradecimiento por su paciencia, consejos, además de compartir sus conocimientos y ser más que un profesor guía – un súper amigo, gracias Marcelo Díaz Quevedo.

Una mención especial a la Universidad Andina Simón Bolívar por dar educación con valores y de calidad en post grado.

A Lic. Jaime Martínez por sus valiosos comentarios en la conclusión del presente documento.

A Sandra por ser mi compañera, esposa, cómplice y amiga. A mis angelitos (Perlita† y Capucchino) que la vida me regaló por enseñarme que la vida es simplemente hermosa.

Dedicatoria:

En primera instancia agradecer a Dios por guiar cada uno de mis pasos y haberme dado unos padres magníficos: Alfonso Carlos† y Matilde Maura.

Por los principios que me inculcaron y enseñaron con amor, a mi padre en darme valores para la vida y ser persistente y perseverante en lo que uno emprende. A mi madre por el amor incondicional sin importar el tiempo, estar pendiente en todos los sentidos por el bienestar de toda su familia, su bondad, sencillez y su alegría contagiosa. Por haber compartido momentos tan hermosos junto a ellos.

A mi compañera de vida Sandra por compartir su presencia y ser mi familia, su amor demostrado en todos los ámbitos en estos años que llevamos juntos compartiendo momentos inolvidables llenas de experiencias y a mis angelitos de la guarda por ese amor que va hasta la eternidad, puro e inocente, simplemente gracias.

RESUMEN EJECUTIVO

Los trabajos en materia de valorización de empresas en Bolivia son escasos, no se tiene un mercado de valores consolidado y esta puede ser una razón por lo cual no se dispone de información para el mercado boliviano.

El presente trabajo presenta un caso práctico y enfocado para una empresa de servicios de entretenimiento. La empresa a ser valorada es MULTICINE La Paz, esta compañía ofrece servicios de entretenimiento y esparcimiento con la proyección de películas en salas de cine, un espacio de compartimiento en su patio de comidas, ambientes de juegos para todo público, servicio de estacionamiento, el edificio MULTICINE ofrece el arriendo de oficinas para todo tipo de negocios.

La metodología de valoración mediante flujo de caja descontado, se considera como la mejor herramienta para analizar la valoración de empresas en marcha. Este trabajo consiste en encontrar el valor Económico de *MULTICINE La Paz*, realizada a través del método de Flujo de Caja Descontado y la tasa de descuento reflejado en el Costo Medio Ponderado de Capital (WACC).

Este método, se utiliza para valoraciones de empresas, y se basa en tres factores claves: las Actividades de Inversión a partir de una estimación de flujos, su distribución a lo largo de un espacio de tiempo limitado, y el riesgo asociado a la generación de dichos flujos. Con estas tres dimensiones, se establecen supuestos, para poder determinar el valor presente de los flujos, descontados a una tasa adecuada y así determinar el Valor Económico de la empresa.

El método basado en el descuento de flujo de fondos, que requirió un pronóstico detallado de las principales cuentas de los Estados Financieros y poder descontarlos usando una tasa (WACC). Se incorporaron variantes en el cálculo del capital mostradas en el trabajo de Damodoran.

El valor económico de MULTICINE La Paz es de 109.397.643 millones de dólares, a una tasa WACC de 11.65%.

Finalmente se pudo observar que la empresa presenta un rendimiento con tendencia creciente durante las últimas gestiones, logrando proyectar un comportamiento positivo y por lo tanto un valor acorde a este desarrollo.

Contenido

Agradecimientos:.....	i
Dedicatoria:.....	ii
RESUMEN EJECUTIVO.....	iii
VALORACIÓN DE LA EMPRESA MULTICINE LA PAZ	1
Capítulo 1	3
Generalidades.....	3
1.1 Descripción del problema.....	3
1.2 Planteamiento del Problema.....	4
1.3 Formulación del problema.....	7
1.4 Justificación	7
1.5 Objetivos de la Investigación	8
1.5.1 Objetivo General:	8
1.5.2 Objetivos Específicos:.....	8
1.6 Hipótesis Planteada.....	8
1.7 Identificación y tratamiento de las variables	8
1.8 Alcances de la Investigación	9
1.9 Técnicas de Investigación	10
1.10 Muestra de datos	10
1.11 Metodología del Documento.....	10
1.12 Matriz de consistencia	11
Capítulo 2	12
Marco teórico.....	12
2.1 Modelo Modigliani – Miller.....	12
2.1.1 Supuestos del modelo Modigliani Miller (MM).....	13
2.1.2 El efecto de los impuestos en la estructura de capital Modigliani y Miller	17
2.2 Modelo de Hamada	18
2.3 Modelo de valuación de activos de capital (CAPM).....	18
2.3.1 Desapalancamiento y apalancamiento del coeficiente Beta.....	20
2.3.2 Componentes del modelo CAPM	21
2.4 Aspectos generales de la valuación en mercados emergentes.....	23
2.5 Estado del Arte del modelo CAPM.....	27

Capítulo 3	28
Descripción del sector y de la empresa	28
3.1 Descripción del sector	28
3.2 Descripción de la empresa	29
3.2.1 Productos y servicios	30
3.2.2 Misión y Visión	30
3.3 Ficha empresarial.....	31
Capítulo 4	32
Valoración de MULTICINE La Paz	32
4.1 Las Finanzas de MULTICINE La Paz	32
4.1.1 Balance General.....	33
4.1.2 Estados de resultados	34
4.2 Análisis de indicadores financieros	35
4.2.1 Indicadores de Liquidez	35
4.2.2 Indicadores de endeudamiento.....	36
4.2.3 Análisis Dupont (análisis de rentabilidad)	37
4.3 Valuación de empresas	38
4.3.1 Valor de liquidación contra valor de empresas en marcha	39
4.3.2 Valor en libros contra valor de mercado	39
4.3.3 Valor de mercado contra valor intrínseco.....	39
4.4 Riesgos asociados a la actividad de la empresa	40
4.5 Elementos para la valuación de empresas en economías emergentes	41
4.6 Determinación del costo de capital	42
4.6.1 Costo de la deuda.....	42
4.6.2 Costo del patrimonio.....	43
4.7 Determinando el cálculo de la WACC.....	44
4.8 Cálculos alternativas de Costo del Patrimonio	45
4.9 Flujo de Caja Libre Descontado	46
4.10 Valor económico del patrimonio.....	48
4.11 Valor de la empresa	49
Capítulo 5	51
Conclusiones y sugerencias	51
5.1 Conclusiones.....	51
5.2 Recomendaciones.....	52

Bibliografía consultada	54
Anexos	57

Índice de Anexos

Anexo Nº 1	1
Ley de Autoridad de Empresas	
Anexo Nº 2	2
Metodología por Damodoran acerca de las primas de riesgo país y la prima de riesgo de acciones de mercados maduros	
Anexo Nº 3	3
Primas de riesgo país y la prima de riesgo de acciones de mercados maduros	

Índice de Figuras

Figura Nº 1:	5
Árbol de problemas	
Figura Nº 2:	28
PIB Total y PIB otros Servicios	
Figura Nº 3:	33
Ventas – Costos – Utilidades – Capital 2011 – 2019	
Figura Nº 4:	34
Estado de Resultados	
Figura Nº 5:	37
Esquema Du Pont	
Figura Nº 6:	38
Esquema Du Pont para MULTICINE La Paz	

Índice de cuadros

Cuadro N° 1:.....	11
Matriz de Consistencia	
Cuadro N° 2:.....	27
Revisión de la literatura del modelo CAPM	
Cuadro N° 3:.....	30
Productos y servicios ofertados en MULTICINE La Paz	
Cuadro N° 4:.....	31
Visión y misión de la empresa	
Cuadro N° 5:.....	34
Balance General	
Cuadro N° 6:.....	35
Ratios de Liquidez	
Cuadro N° 7:.....	36
Indicadores de Endeudamiento	
Cuadro N° 8:.....	31
Ficha empresarial MULTICINE	
Cuadro N° 9:.....	43
Parámetros utilizados para la aplicación del CAPM	
Cuadro N° 10:.....	45
Parámetros complementarios (Costo del capital)	
Cuadro N° 11:.....	46
Alternativas de cálculo del costo del patrimonio	
Cuadro N° 12:.....	47
Proyección del flujo de caja libre	
Cuadro N° 13:.....	48
Costo del Patrimonio y factor de descuento	
Cuadro N° 14:.....	48
Valor económico del patrimonio	

VALORACIÓN DE LA EMPRESA MULTICINE LA PAZ

Introducción

Actualmente las economías requieren la necesidad de conocer el valor económico de las empresas, asimismo las empresas con capitales mixtos (público - privadas), esta es una razón más para conocer la posición de la empresa; como realizar búsqueda de inyecciones de capital, en un caso dado puede ser parcial (capitalización), en otro caso emisiones de papeles de la empresa, como la búsqueda de fusión de firmas, en otro caso colocación de acciones en el mercado o si ya lo tienen una revaloración de las mismas para conocer un valor más adecuado, o simplemente el querer saber cuál es el valor de una empresa o de un negocio para tomar alguna decisión respecto a la empresa.

Toda firma¹ es plausible a ser valorada, existen diversos intereses por los que se puede tomar estas decisión, además de existir algunas técnicas más idóneas que otras para sustentar este acción, los motivos que originan una valoración pueden ser: compra y venta de una empresa cualquiera, entrada o salida en cotización (principalmente cotizaciones de bolsa), decisiones de inversión (atracción de inversionistas).

La aplicación práctica y la comprensión del porque hacer una valuación de empresas en el ámbito de los negocios es de importancia para los socios, dueños y/o accionistas, el tener el conocimiento de cuanto vale su empresa; permite a los agentes (socios) contar con elementos de negociación y de claridad de la situación financiera de su negocio al momento de elaborar una estrategia en la estructura de sus finanzas.

La valoración económica, requiere de una metodología práctica existiendo variadas técnicas, el objetivo de estos análisis es el resultado de encontrar el valor de una firma (activo) es diverso porque existen diversos métodos y criterios para realizar una valoración de empresas, entonces el cálculo podría variar de una alternativa a otra.

La finalidad de una valuación de empresas se puede analizar desde dos ópticas. Al interior de una compañía una valuación serviría para: i) La utilidad (pertinencia) de conocer la situación financiera de la empresa, ii) Verificar la gestión de gerencia, iii) Establecer o modificar las políticas de dividendos, iv) Planificar estrategias de expansión, dividir, o incrementar la capacidad de la empresa, eso dependiendo de lo que se busca en un mediano plazo. Al exterior de la firma, el beneficio de realizar una valuación de negocios está motivado por ejemplo a)

¹ Los términos sinónimos para denominar una firma son empresa, compañía, negocio.

Examinar la capacidad de endeudamiento, para poder realizar una reingeniería en sus finanzas, b) por la necesidad de comprobar y demostrar el valor de la firma ante terceros, por una posible solicitud de capitalización, realizar fusiones y/o adquisiciones principalmente.

Para el caso de estudio la empresa que está siendo objeto a ser valorada es *MULTICINE² La Paz*, en la ciudad de La Paz del Estado Plurinacional de Bolivia. Actualmente existen tres sucursales las que tienen esta marca a nivel nacional, ubicadas en las ciudades más grandes del país como ser Santa Cruz y El Alto, este orden no corresponde al azar respectivamente, sino es la correspondencia de antigüedad de cada establecimiento. *MULTICINE La Paz* se inauguró³ en diciembre de 2009), la empresa mantuvo un crecimiento sostenido, más adelante se expondrá los servicios y productos que brinda esta sociedad.

² Compañía que ofrecen servicios de entretenimiento y disfrute del tiempo de ocio.

³ <https://lapaz.metro-blog.com/hoy-se-inagura-el-multicine-de-la-paz/>

Capítulo 1

Generalidades

En general una empresa tiene distinto valor tanto para los compradores como para el que vende. Es necesario diferenciar el conceptual cuando se habla del precio o del valor de un mismo bien.

La primera diferencia básica es que el valor es, subjetivo en correspondencia a juicios personales; es decir, cada agente va tener ciertas consideraciones al respecto por tanto, no va a ser único, aunque puede tender a ser más o menos similar entre los agentes. En cambio el precio, es un acuerdo pactado entre partes, por lo que será indiscutible y otorgando una señal al mercado, que quizás podrá variar en el tiempo pero no en el instante (García 2013). El valor no debe confundirse con el precio, que es la cantidad a la que el vendedor y comprador logran acordar a realizar una transacción en general, como la compra y/o venta de una empresa.

Para asegurar el crecimiento de la firma, está por un lado se puede endeudar, en otro caso emitir acciones y por ultimo autofinanciamiento (re inversiones). ¿Cómo podría explicarse estas diferentes practicas si se supone que la regla de decisión en materia de financiamiento es la de seleccionar las fuentes menos costosas?, en efecto, existe una gran variedad de selecciones y a su vez muy complejas, tanto al nivel práctico como al nivel de su concepción teórica; lo que explica en parte la ausencia de consenso sobre la cuestión (Sarmiento 2005).

1.1 Descripción del problema

Actualmente existen emprendimientos desde las empresas grandes a las pequeñas que tienen la necesidad de conocer el valor económico de su negocio, para todo tipo de situaciones, tales como: la venta total o parcial (capitalización), así como la fusión de empresas del mismo rubro, complementarias y/o diversas (bienes o servicios), colocación de acciones en el mercado, búsqueda de fuentes de financiamiento, etc.

Adicionalmente al establecimiento del valor económico y financiero, es necesario identificar cuáles son los otros tipos de valor que puede tener la entidad, tal es el caso de la marca, *know-how*, calidad de los empleados; entre otras características para poder establecer un valor futuro que llegaría a generar la empresa.

La situación económica (desaceleración de la economía), añadido los acontecimientos sociales del último año (2019), además del efecto negativo del

COVID-19⁴, afectó el comportamiento de las empresas, esto hace que algunos dueños, corporaciones de empresas intenten conocer el valor económico de sus empresas, en este caso *MULTICINE La Paz*, espera tener este conocimiento de poder realizar algunas acciones como: inversiones en el futuro, buscar sociedades o quizás poner en venta parcial de la misma.

La investigación está enmarcada antes de estos acontecimientos que generaron la desaceleración generalizada de la economía, pero comprometen el flujo de ingresos y gastos de la firma a futuro y no es un tema ajeno al acontecer como empresa.

Actualmente en Bolivia existen diversas empresas que tienen la necesidad de conocer el valor económico de su negocio, para ampliar o modificar sus expectativas a futuro, estas opciones pueden ser: colocar acciones en bolsa de valores, en otro caso si ya lo tienen una revaloración de las mismas para conocer un valor más adecuado o simplemente saber cuál es el valor de su empresa, en otro caso buscar apalancar la empresa, para una venta ya sea total o parcial del negocio o quizás una fusión de empresas.

En este aspecto *MULTICINE La Paz*, tiende a convertirse en el referente del entretenimiento local, si bien en los años precedentes existe un aumento de centros de distracción, su locación la hace bastante atractiva frente a otras alternativas. La valuación de empresas pretende señalar un mínimo valor de inicio y una posición más alta para que las partes que pretenden negociar no se pierdan y sepan dónde negociar.

1.2 Planteamiento del Problema

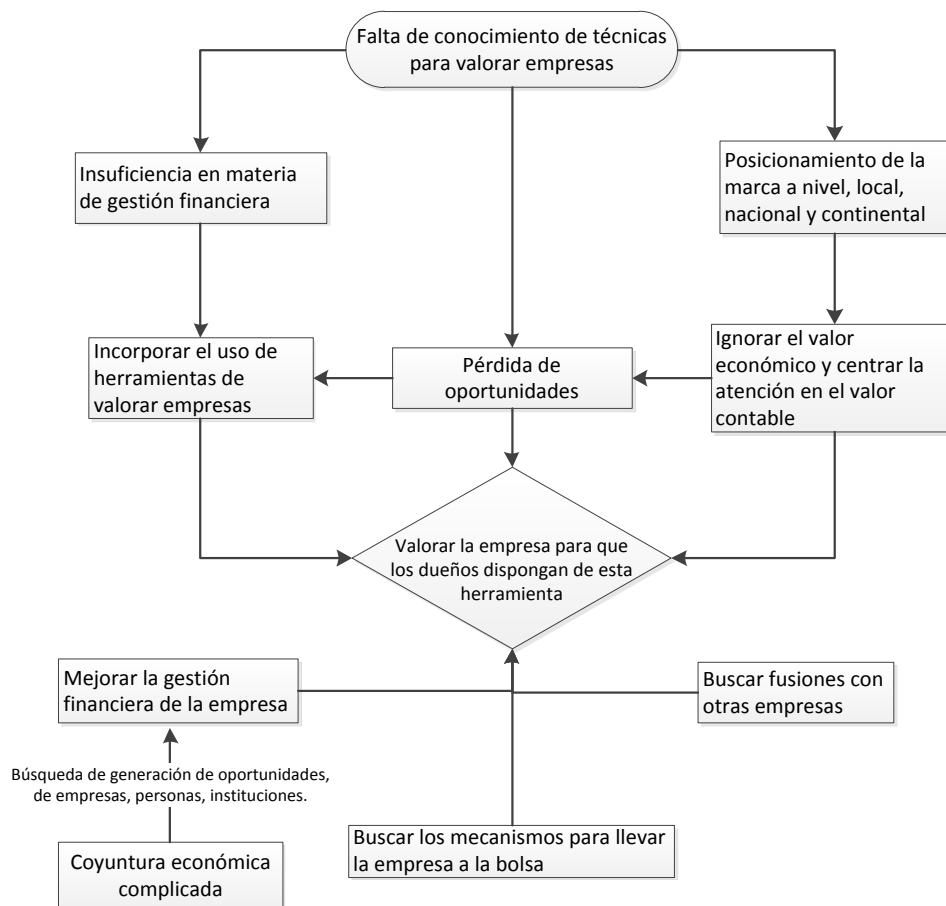
Para identificar el problema central de investigación se empleó un diagrama de árbol de decisiones (problemas) entre las que generan las causas y los efectos que conllevan, el cual está representado en la Figura N°1.

El grafico muestra más que inconvenientes cuando una empresa no hace este ejercicio, por ende son las necesidades de las firmas por las cuales se deben realizar la una valoración de empresas, siendo el objetivo central de esta investigación, se tiene que entender que todas las empresas tienen un valor financiero y económico, pero con la valoración se intenta encontrar el valor económico que puedan generar la empresa en cuestión que va más allá del valor financiero, este valor en la mayoría de los casos sino es en todos está por encima

⁴ Coyuntura acontecida mundialmente por la pandemia del COVID-19. En Bolivia el Ministerio de Salud conjuntamente otras instancias de apoyo técnico, definieron las estrategias de minimización de la propagación, lineamientos y recomendaciones para su prevención, diagnóstico, abordaje clínico, y manejo de pacientes. Llegando a la conclusión de realizar una cuarentena total los primeros meses a partir de marzo 2020, para posteriormente ir escalonando las medidas los meses posteriores.

del registro contable, y en muchos casos este valor (económico) podría ser desconocido para la gerencia de muchas empresas (firmas).

**Figura N° 1:
Árbol de problemas**



Nota: elaboración propia.

Desarrollando las características identificadas en el gráfico se puede seguir la siguiente secuencia:

La Falta de conocimiento de las técnicas de valoración económica de una empresa, es la comprensión y el uso de estos instrumentos como herramientas de negociación, más allá del valor financiero o contable de una empresa, para los fines mencionados con anterioridad. Este aspecto va ligado íntimamente a ignorar el valor económico y centrar la atención en el valor contable, existe una diferencia conceptual entre estos instrumentos, el valor financiero refleja el importe en libros, el valor económico adicionalmente internaliza los valores intangibles de una firma como ser el *know how*, la marca, etc.

Que va vinculado al entendimiento en materia de gestión financiera, tomándose este concepto como las decisiones de acomodar inversiones,

obligaciones con accionistas y terceros, además de las operaciones en marcha de la empresa, entendiendo esto como la dinámica de la empresa.

Pérdida de oportunidades, por lo general la falta de conocimiento ocasiona que los inversionistas no se interesen en la adquisición de la firma si es que la intención sería vender, o poder capitalizar con recursos que no dependan de la usura, esto hace que se pierdan oportunidades de expansión y por lo tanto pérdida de oportunidades.

Estas acciones conducen a desconocer o ignorar el valor económico de la empresa y tener la idea de lo estrictamente contable como fuente de información.

La valoración de empresas es la respuesta para tener un conocimiento sobre lo que realmente vale una empresa y esta es una herramienta para que los dueños tengan más y mejores instrumentos en cuanto a que realmente la firma necesita en un momento concreto, a continuación se desarrolla la parte de soluciones que se puede generar con la valuación de empresas:

Buscar los mecanismos para llevar la empresa a la bolsa de valores: La bolsa de valores (mercado) cumple la función de facilitar la negociación de valores registrados, brindando a sus miembros los sistemas y mecanismos adecuados para que se ejecuten todo tipo de transacciones.

De esta manera, la bolsa proporciona condiciones y facilidades que brindan confianza, a la hora de comprar y vender valores, En otras palabras es un foro para realizar transacciones⁵ de bonos, acciones, títulos, etc. (Gitman y Zutter 2012).

Al insertarse en este mecanismo personas y empresas interactúan en la búsqueda de generación de oportunidades y conduce a que las empresas puedan expandirse, encontrando fuentes de financiamiento más diversas, portafolios de acciones de otras empresas en si un mercado de valores⁶ que genere mayor crecimiento.

Mejorar la gestión financiera de la empresa, el contar con la valoración de la firma permitan mejorar la situación financiera de la institución, para dotar de un conocimiento de cómo encarar la gestión empresarial y la captación de recursos o para que la sociedad pueda formalizar una entrada a la bolsa (mercado) de valores.

⁵ La diferencia entre bono y acción radica en el riesgo, la rentabilidad, el vencimiento y los derechos que se adquieren. La rentabilidad, el riesgo y los derechos que se adquieren son menores en un bono que en una acción. Es muy importante conocer las diferencias entre bonos y acciones, porque realmente son dos activos totalmente diferentes. En finanzas, tanto el bono como la acción se consideran activos financieros.

⁶ El mercado de capitales es un mercado que permite la interacción de agentes económicos de fondos a largo plazo en este caso de capitales, incluyendo las emisiones de valores de empresas y gobiernos.

En el caso de *MULTICINE La Paz*, es oportuno realizar este tipo de análisis; por las razones mencionadas con anterioridad, los accionistas de la empresa, generando en una necesidad de conocer el valor económico de su firma, con la intención de buscar mejores y nuevas oportunidades, capitales nuevos para la empresa y esta pueda alcanzar nuevas horizontes.

En este sentido, se puede dar algunos interrogantes pueden ser: ¿Cuál será la situación económica y financiera en la que se encuentra la empresa y cómo se encontrará con respecto a la competencia?, en cambio con la disposición de esta información ¿Cuál sería el valor económico de *MULTICINE La Paz*?, además se puede generalizar este accionar y cuestionar al sector del ocio y disfrute, ¿Es rentable el sector de la entretenimiento?, algunas de estas interrogantes tal vez no lleguen a ser respondidas en este trabajo de investigación, pero dan señales de cuestionamientos de que este tipo de industrias pueden ser una alternativa a la coyuntura.

Con este preámbulo se considera el siguiente cuestionamiento:

1.3 Formulación del problema

El problema planteado en el presente trabajo tiene que ver con la necesidad de determinar el posible valor económico de la empresa y se presenta la siguiente interrogante:

¿Cuál es el valor económico de MULTICINE La Paz?

1.4 Justificación

Dentro del campo de las finanzas aplicadas está comprendido la valoración de empresas, que consiste en valorar (tasar) la empresa con criterios objetivos y razonables para las diferentes industrias y sectores existentes en la economía, con el valor agregado de que esta valoración no solo se ejecute contablemente sino hallar el valor económico, integral de la empresa. Las razones de investigación se pueden contextualizar de la siguiente manera:

i. Teórica la literatura económica dentro de las finanzas expone la valoración de empresas, que escasamente es utilizada para la economía boliviana y sus firmas, en este caso desconociendo el valor económico en un horizonte de tiempo para la empresa de servicios y entretenimiento *MULTICINE La Paz*.

ii. Práctica someter a evidencia empírica el modelo CAMP a una empresa en alza como *MULTICINE La Paz*, es transmitir al mercado que esta empresa está en auge y muy bien puede ser captadora de mayores inversiones a un mediano plazo y

tener un horizonte temporal no solo como una empresa a nivel local, sino buscar la solidez a nivel regional.

iii. Social, al ser una empresa de servicios genera la captación de mano de obra y esta consigue un efecto multiplicador en las economías de esas familias, a su vez es pertinente hacer la valoración para evidenciar los posibles efectos de una empresa que absorbe mano de obra principalmente joven y quizás en muchos casos es su primer empleo.

El encontrar una valoración económica que sea interesante y llamativo implicaría una toma de decisiones de largo plazo respecto a inversiones propias y/o una búsqueda de ampliar sucursales en otros departamentos mayores. Si por el contrario el resultado de esta valoración arrojaría un valor poco alentador, sería la reformular los objetivos de la empresa, hacer alianzas con otras empresas o quizás vender parte de sus acciones.

1.5 Objetivos de la Investigación

1.5.1 Objetivo General:

- Determinar el valor económico de la Empresa *MULTICINE La Paz.*, mediante el método de flujos descontados.

1.5.2 Objetivos Específicos:

- ✓ Analizar de la situación financiera de la empresa *MULTICINE La Paz.*
- ✓ Establecer mediante el WACC la tasa de descuento para la empresa *MULTICINE La Paz.*
- ✓ Determinar la tasa de rentabilidad de la empresa *MULTICINE La Paz* mediante el modelo *Capital Asset Pricing Model CAMP.*
- ✓ Elaborar el flujo libre de caja proyectado para la empresa a partir de datos históricos.

1.6 Hipótesis Planteada

El Modelo de valoración de activos obtiene una valoración razonable para la continuación de las operaciones de <i>MULTICINE La Paz.</i>

1.7 Identificación y tratamiento de las variables

Las variables que inicialmente se consideran en el tratamiento de la investigación son:

Tasa libre de riesgo; Conceptualmente y en estricto, es aquella que rinde un activo que carezca de riesgo es decir, que no exista riesgo al vencimiento, riesgo de

liquidez ni riesgo de pérdidas en caso de incremento de inflación. Dada una oferta de activos existentes y disponibles, la literatura financiera define a la tasa libre de riesgo como aquella tasa ofrecida por instrumentos de inversión gubernamentales, de corto plazo, con cero riesgo de no pago y de variación de tasa, es decir, de beta igual cero (Fuertes e Inouye 2007).

Premio por riesgo de mercado: Es el premio o prima por riesgo de mercado (Market Risk Premium) entendida como la rentabilidad que podría esperarse en el largo plazo producto de invertir en instrumentos riesgosos, en comparación con inversiones más seguras. Conceptualmente y en estricto, se puede definir la prima por riesgo de mercado como la diferencia entre la rentabilidad del periodo esperada por invertir en activos riesgosos y la rentabilidad libre de riesgo. Dicho de otro modo, vendría a ser la diferencia generada entre la rentabilidad esperada de invertir en activos riesgosos (acciones) y la rentabilidad que ofrecen papeles estatales de renta fija se denomina premio por riesgo.

Riesgo país; En general, el riesgo país es la probabilidad de que se produzca una pérdida financiera por circunstancias macroeconómicas, políticas o sociales, o por desastres naturales, en un país determinado (Iranzo 2008).

El beta⁷: Es un factor único que mide la sensibilidad de un valor (acción) respecto a los precios del mercado, en otras palabras muestra el grado de variabilidad de la rentabilidad de una acción en relación con la rentabilidad del activo.

Inicialmente se consideran estas variables para el caso de estudio, lo cual no implica que en el desarrollo de la investigación se vayan modificando u ampliando el escenario de variables a ser utilizadas.

1.8 Alcances de la Investigación

Los alcances del trabajo son los siguientes:

Alcance Temático: El presente trabajo se enfatiza en las finanzas aplicadas y como caso de estudio es la empresa de entretenimiento *MULTICINE La Paz*.

Alcance espacial: es la empresa privada *MULTICINE La Paz*, ubicada en la ciudad Nuestra Señora de La Paz, provincia Murillo, departamento de La Paz.

Periodo de Análisis: Este trabajo analiza el espacio temporal 2011 – 2019 y una segunda etapa de proyección del flujo de caja a 5 años.

⁷ En este apartado se hace hincapié que este factor es variable para cada región (país), dependiendo de sector a sector que varía y de la firma, en el caso boliviano se analizan mediante betas comparables porque no existe un mercado de valores desarrollado y se debe encontrar este coeficiente mediante aproximaciones.

1.9 Técnicas de Investigación

La evidencia empírica es vital para la construcción de la hipótesis y la verificación de su validez, referido al poder de predicción de fenómenos, a explicar, no producidos todavía como de los que ya se han producido, esta es la única que puede aceptar (aprobar) o rechazar (desaprobar) la hipótesis. Y así ser útil, o no, para analizar una determinada clase de problema (Friedman, 1967).

El tipo de investigación que se aplicó en la presente investigación es el inductivo, el cual consiste en que partiendo de un razonamiento particular permite llegar a conclusiones generales, para así tener un conocimiento más adecuado de la problemática objeto de investigación.

La secuencia de este trabajo permitirá mostrar diferentes tipos de investigación, inicialmente este trabajo será descriptivo para luego pasar a un estudio explicativo y a que se hará algunas correlaciones para determinar el grado de influencia de lo que se está investigando. La metodología para el desarrollo de esta tesis considera las siguientes etapas:

- i) Investigación bibliográfica.
- ii) Análisis de modelos existentes y formulación a partir del estado del arte (inclusive otros sectores).
- iii) Propuesta de cláusula tipo a partir de resultados obtenidos.

Para testear el modelo propuesto, se contrastan los resultados de éste con los de otros modelos investigados, suponiendo que son apropiados para cada negocio particular.

1.10 Muestra de datos

Para la presente investigación las fuentes de Información contempladas son secundarias, como ser: Información Documental, Información Teórica e Información Estadística.

Estos son el estado de resultados, balance general e ingresos y egresos del periodo 2010 - 2019, vía página web oficial. Algunos datos se tendrán que construir a partir de los datos originales para aplicar la metodología de valoración de empresas.

1.11 Metodología del Documento

La valoración de una empresa no es una ciencia exacta, sino que depende de las técnicas, criterios del evaluador o de la empresa encargada además de las

herramientas usadas para la valoración. Es importante señalar por la diversidad de técnicas de valoración no existe un único método para llevar a cabo dicho ejercicio.

La utilización va a depender del tipo de empresa a la que se esté sometiendo la valoración, además hay que tener en cuenta el momento del ejercicio que se vaya a realizar. La premisa fundamental es que no se puede afirmar que existan mejores o peores métodos que otros, esto va estar en función del método que se utilice la valoración que se obtenga será diferente.



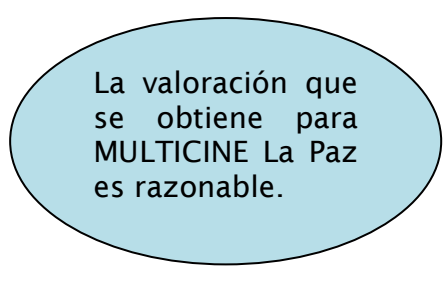
Los métodos de valoración tienen como finalidad, estimar un valor económico para la firma, pero existen numerosas metodologías que ofrece la literatura y la praxis, existen diversos grupos de métodos de cuantificación, entre estos están los métodos basados en el balance de la empresa, métodos basados en cuentas de resultado, métodos mixtos y métodos basados en el descuento de flujo de fondos.

Los diferentes métodos de valoración que se disponen centran su análisis en diferentes aspectos. A continuación se considera la metodología de la valoración de empresas entre los métodos estáticos y dinámicos que suelen ser utilizados en la práctica.

1.12 Matriz de consistencia

La Matriz de Consistencia, permite establecer la coherencia metodológica entre los elementos más relevantes descrita en este capítulo introductorio, el siguiente cuadro presenta la matriz de consistencia una síntesis del documento de estudio, mostrando coherencia en el planteamiento de investigación:

**Cuadro N° 1:
Matriz de Consistencia**

TITULO: VALORACIÓN DE LA EMPRESA MULTICINE LA PAZ		
Formulación del Problema	Objetivo General	Hipótesis Central
 <p>¿Cuál es el valor económico de <i>MULTICINE La Paz</i>?</p>	 <p>Evaluar mediante el CAPM el valor económico de <i>MULTICINE La Paz</i>.</p>	 <p>La valoración que se obtiene para <i>MULTICINE La Paz</i> es razonable.</p>

Nota: elaboración propia.

Capítulo 2

Marco teórico

Si bien la valoración económica de empresas, requiere de una metodología y una base teórica, el resultado, del valor de la empresa es únicamente una opinión por parte de las personas que valoran la empresa y el precio final en sí, es fijado por el comprador y vender en el mercado, entonces el cálculo podría variar de una persona a otra, es ahí donde viene a formar parte importante el criterio personal.

La valoración implica la aplicación de uno o varios modelos que suponen diversas formas de entender el significado del valor de la empresa. Que en este apartado se va a desarrollar el modelo CAPM, como premisas de los postulados de Modigliani Miller. La aplicación de estos modelos implica solamente uno de los pasos de toda una metodología que se compone de muchos pasos adicionales, por otra parte, los modelos de valoración mismos implican la utilización de una metodología compuesta (Cayón 2003).

2.1 Modelo Modigliani - Miller

La mayoría de estudios acerca de elegir financiar una empresa es principalmente entre Deuda y capital (propio), surge con el trabajo realizado por Miller y Modigliani en 1958, donde demostraron que bajo ciertas condiciones o específicamente en un mercado perfecto⁸ las decisiones de financiación al interior de la firma no tienen efecto alguno sobre su valor (Sarmiento 2010). Quienes consideraron que la forma de financiamiento es irrelevante en el valor de la empresa, es decir, que independientemente de su composición o distribución de las fuentes, no tiene ninguna incidencia.

Primeramente se expondrán los supuestos de la tesis de 1958 de Modigliani - Miller y posteriormente se añadirán consideraciones más reales al modelo teórico.

Años más tarde, en su trabajo de 1963, los mismos autores introducen un supuesto más real a su proposición inicial, en la cual resaltan un efecto positivo que tiene sobre el valor de la empresa el llamado “escudo fiscal de la deuda”, es decir, la disminución en los impuestos que se obtiene por la deducción del pago de intereses (Vargas - Estupiñan 2018). Este término escudo fiscal se relaciona con la estrategia que ejecuta una empresa para reducir impuestos a raíz del aprovechamiento de los beneficios tributarios que tenga la normativa vigente y eso se aplica en todos los países sin discriminación.

⁸ Mercados competitivos, sin fricciones y completos, es decir que las características con respecto al riesgo de cada título emitido por cada firma puede ser comparado por la compra de otro título o portafolio. En mercados completos un cambio en la estructura de capital no afecta el nivel de riesgo del portafolio de los inversionistas.

2.1.1 Supuestos del modelo Modigliani Miller (MM)

La mayoría de estudios acerca de la selección de Deuda y Patrimonio comienzan con el trabajo realizado por Modigliani - Miller de 1958, donde demostraron que bajo ciertas condiciones (supuestos), empezando con mercados competitivos⁹ (sin fricciones), las decisiones de financiación al interior de la firma no tienen efecto alguno sobre su valor (Sarmiento 2005). El objetivo era obtener la tasa de corte adecuada para las inversiones cuando la firma estaba en condiciones de financiar un proyecto, con deuda y/o capital propio, tal vez una combinación de ambas. Sin embargo, el artículo se hizo importante por plantear que en mercados de capitales que funcionaran eficientemente era irrelevante la combinación entre deuda y capital propio en la estructura de capital (López 2010).

Según Fama (1978) y Sarmiento (2005), sintetizan que existen cinco supuestos en el que se basa el modelo MM de 1958, los cuales son:

1. *Mercado de Capitales Perfectos*

- ✓ Los inversionistas y las firmas no enfrentan costos de transacción cuando emiten los títulos valores.
- ✓ La bancarrota no involucra ningún tipo de costo.
- ✓ No existe la figura impositiva (no hay impuestos)¹⁰.
- ✓ La deuda es libre de riesgo, de forma que la tasa de interés de la deuda es una tasa libre de riesgo.

2. *Accesibilidad:*

- ✓ Los individuos y las firmas tienen igual acceso al mercado de capitales, es decir que los títulos que pueden ser emitidos por las firmas también podrán ser emitidos por los inversionistas a través de la cuenta personal¹¹.
- ✓ Las empresas se pueden agrupar en clases de riesgo equivalente de tal forma que el rendimiento de las acciones de una empresa en una clase dada es proporcional al y por lo tanto, perfectamente correlacionada con el rendimiento de las acciones de cualquier otra empresa de la misma clase.

⁹ Es decir que las características con respecto al riesgo de cada título emitido por cada firma puede ser comparado por la compra de otro título o portafolio.

¹⁰ Bajo este planteamiento el Estado es prácticamente neutral en las decisiones privadas en cuanto a emprendimientos e inversiones.

¹¹ La cuenta personal es equivalente al de apalancamiento casero o "homemade leverage" el cual implica que los individuos pueden pedir prestado dinero bajo los mismos términos que las firmas. (Supuesto de mercado de capitales perfecto).

3. *Expectativas homogéneas*: esto se entiende que ningún agente económico (empresa o individuo) tiene un poder de decisión sobre los demás, en otras palabras son todos los agentes son tomadores de precios.
 - ✓ Cualquier tipo de información es disponible y esta es de acceso libre para todos los agentes del mercado (empresas y personas) y todos los agentes pueden medir las implicaciones de la información sobre las expectativas de la firma y los títulos valores.
 - ✓ Todos los agentes del mercado pueden correctamente determinar cuando los títulos emitidos por diferentes inversionistas y firmas, son perfectos sustitutos.

4. *Solo la riqueza cuenta*
 - ✓ Las decisiones de financiación de la firma no tienen ningún efecto sobre las características de las oportunidades del portafolio disponible a los inversionistas. Por lo tanto las decisiones de financiación de la firma en el bienestar de los inversionistas puede ser igualada con efectos en la riqueza de los inversionistas. Fama afirma que es suficiente asumir que el mercado de capitales satisface cualquier condición para asegurar la correspondencia deseada entre riqueza y bienestar.

5. *Estrategias de Inversión dadas*
 - ✓ Para ajustar los efectos que tienen las decisiones de financiación de las firmas sobre la riqueza de sus inversionistas, toman las estrategias de inversión como dadas (Las reglas que emplean las firmas para realizar sus actuales y futuras decisiones de inversión están dadas).
 - ✓ Las decisiones de inversión son independientes de cómo estas son financiadas.

En esta sección sigue la explicación de López (2010) acerca de las proposiciones del modelo de Modigliani - Miller.

2.1.1.1 **Proposición I: “el valor de la firma”**

El valor de mercado de cualquier empresa es independiente de su composición de capital y está dado por el resultado operativo descontado a una tasa para una firma no endeudada, correspondiente a una determinada clase de riesgo:

$$V = E + D = \frac{EBIT}{K_u} \quad (1)$$

Donde, E y D reflejan los valores de mercado de las acciones (patrimonio) y de la deuda, respectivamente y k_u es la tasa de rendimiento (capitalización) que se le exige a una firma no endeudada. EBIT en inglés *Earnings before interest and*

taxes es un indicador que muestra el beneficio operativo de una empresa antes de impuestos e intereses.

Bajo el supuesto de que no exista deuda, el EBIT es igual al EBT. Además si no existiese impuesto a sociedades, entonces el EBT es igual a la utilidad neta. Añadiendo en el caso que no haya crecimiento, la utilidad neta vendría a ser igual a los dividendos. Por lo tanto, para MM, en su primera conclusión establece: $EBIT = EBT = Utilidad Neta = Dividendos$.

Por lo tanto, el valor de la firma podía calcularse a partir de la perpetuidad $EBIT / k_u$, bajo los supuestos mencionados, el EBIT resulta exactamente igual al flujo de efectivo. La Proposición I puede quedar en términos del costo de capital de la empresa:

$$k_u = \frac{EBIT}{V} \quad (1a)$$

Como puede observarse a partir de esta última expresión, el costo promedio del capital para cualquier firma es independiente de su estructura de capital y resulta igual a la tasa de descuento. En un mercado de capitales eficiente, dos inversiones que generan el mismo rendimiento deben tener el mismo valor. Cuando la empresa se financia totalmente con acciones, los accionistas cargan con todo el riesgo del emprendimiento, no existe el riesgo financiero. De esta proposición derivaron una segunda conjetura concordante a la primera.

2.1.1.2 Proposición II: “el rendimiento esperado de las acciones”

El rendimiento esperado por el inversor es igual a la tasa de rendimiento exigido a una firma no endeudada (k_u) más un premio por el mayor riesgo financiero, que es igual a la diferencia entre k_u y k_d , multiplicado por el ratio de endeudamiento:

$$k_e = k_u + (k_u - k_d) \frac{D}{E} \quad (2)$$

La proposición II constituyó la primera aproximación con cierta rigurosidad para determinar el rendimiento esperado de las acciones de un negocio endeudado. En otras palabras, el rendimiento exigido por el accionista se incrementa en proporción al ratio de endeudamiento, calculado éste como el ratio deuda /capital propio a valores de mercado. Simplificando a mayor endeudamiento, mayor riesgo financiero: entonces el inversor en acciones demanda más rendimiento para compensar el riesgo adicional que implica la mayor dispersión en los retornos (López 2010).

La relación 2 se expresa el rendimiento esperado de las acciones k_e , en términos del apalancamiento, el costo promedio de capital (CPC) se obtiene a través de la combinación de los costos individuales de cada fuente financiera con sus respectivas ponderaciones, estas últimas indican la proporción del valor de mercado de cada fuente financiera con relación al valor total de la firma (Sarmiento 2005).

$$CPC = kd \left(\frac{D}{V} \right) + ke \left[\frac{E}{V} \right] \quad (3)$$

Donde kd y ke son el costo de la deuda y el costo de las acciones respectivamente, que son las tasas esperadas de retorno demandadas por los inversionistas de la firma en deuda y en patrimonio, mientras que D y E son respectivamente el valor de mercado de las deudas y el de las acciones y V es el valor de mercado de la empresa, haciendo operaciones¹² a la relación 3 se obtiene Rentabilidad esperada del patrimonio en función de las rentabilidades del activo y de la deuda, se obtiene la proposición II de MM.

$$k_e = CPC + \frac{D}{E} (CPC + kd) \quad (4)$$

Intuitivamente el Costo de Capital es la tasa mínima de retorno (ajustada por riesgo) que un negocio debe generar para que sea aceptable a los inversionistas. Ahora bien la teoría propuesta por MM es bastante difícil de cumplirse en la realidad, no es lo suficientemente aplicable, ya que el supuesto de un mercado perfecto no se cumple a cabalidad en la praxis, por lo tanto existe la posibilidad que el valor de la firma si dependa en alguna proporción del apalancamiento de la empresa (D/E).

Una empresa de clase k , que actúa en beneficio de los accionistas, en el momento de decidir una inversión, utilizará solo aquellas oportunidades cuya tasa de retorno supera el costo de capital total de la empresa¹³.

¹² Multiplicando a ambos lados por $\frac{V}{E}$ se tiene: $\left(\frac{D}{E} \right) kd + ke = \left[\frac{V}{E} \right] CPC$

Re expresando el lado derecho se obtiene: $\left(\frac{D}{E} \right) kd + ke = \left[\frac{V}{E} \right] CPC + CPC$
Colocando $(D/E)kd$ al lado diestro y reordenando los términos se obtiene:

$$k_e = CPC + \frac{D}{E} (CPC + kd)$$

¹³ En la premisa III del modelo MM indica una “regla para las decisiones de inversión” haciendo hincapié en la irrelevancia de la estructura de capital. Parece una conclusión obvia, sin embargo, muchas veces esta regla es olvidada, o más bien distorsionada, en el proceso de presupuesto de capital. Es bastante claro que la compañía debería rechazar un proyecto cuando su rendimiento no supere el costo de capital.

Para MM el costo de capital no se veía afectado por la estructura de capital. Entonces, el costo marginal del capital de la firma es igual al costo de capital promedio, que es igual a k_u , la tasa de capitalización para firmas no apalancadas de la clase a la cual la firma pertenece (López 2010, plantea un ejemplo bastante ilustrativo para analizar el razonamiento de Miller - Modigliani). Las aparentes ganancias que a primera vista proporcionaba la deuda barata, se compensan cuando el mercado demanda mayores rendimientos sobre las acciones, en función del mayor riesgo financiero (como indicaba la proposición II). La proposición III de MM encerraba otra conclusión sorprendente: el costo de la deuda no influye en el valor de la firma. En congruencia con las dos proposiciones anteriores, la estructura de capital vuelve a ser irrelevante.

2.1.2 El efecto de los impuestos en la estructura de capital Modigliani y Miller

La propuesta de 1958 de MM se desempeñaba en un mercado de competencia perfecta, sin impuestos, costos de transacción ni costos de quiebra. Sin embargo, la realidad existente provoca levantar algunos supuestos y formular más escenarios. Para empezar los autores de estas proposiciones ajustaron su formulación inicial sobre la irrelevancia en la combinación del capital, encontrando que existe una relación de la estructura de capital con el valor de la empresa, a partir de las ventajas asociadas a la deuda en materia de impuestos que denominaron escudo fiscal de la deuda, los impuestos pasaron a ocupar un papel importante en las decisiones financieras y en la investigación sobre la estructura de capital.

La existencia de deuda proporciona una ventaja fiscal para la compañía, donde pagar impuestos permite la deducción de los intereses como un gasto del periodo. Esto significa que los intereses, son considerados como un costo, eluden ser gravados a nivel corporativo¹⁴. Esto puede significar muchas veces un importante ahorro de impuestos para la firma y, por lo tanto tiene un valor para el interesado (López 2010).

Retomando la proposición 1, ahora incorporando impuestos y una empresa con deuda se tiene que el valor de la empresa es:

$$V_d = V_{sd} + T_c E \quad (5)$$

Donde V_d es el valor de la empresa con deuda: V_{sd} , es el valor de la firma sin deuda, T es el impuesto a las empresas (utilidades) y E el patrimonio de la empresa

La proposición 2 con impuestos resulta:

¹⁴ Sin perjuicio de que luego los intereses sean gravados a nivel personal, según la legislación fiscal de cada país.

$$k_e = k_u + (k_u - k_d) \frac{D}{E} [1 - T] \quad (6)$$

Antes de revisar los supuestos del modelo CAPM, se desprende el caso del modelo en particular de Hamada.

2.2 Modelo de Hamada

En economías con mayor riesgo es necesario ajustar esta variable, el profesor Hamada propone una metodología incorporando al CAPM el ajuste por riesgo:

$$R_i = k_i = R_f + (k_m - k_f) \beta_i^{c/d} \quad (8)$$

Para $\beta_i^{c/d}$, corresponde al beta patrimonial de una empresa con deuda y mide el riesgo sistemático que enfrentan los accionistas al invertir su patrimonio (capital) en una compañía i que financia con deuda parte de sus operaciones. Debido a que la empresa tiene deuda, el valor de $\beta_i^{c/d}$ refleja tanto el riesgo sistemático de carácter operacional como el financiero (Maqueira 2010). Entonces el $\beta_i^{c/d}$, es el beta patrimonial de una firma con deuda, corresponde a la tasa de retorno exigida sobre el patrimonio invertido en una empresa con deuda, en síntesis representa la rentabilidad exigida por los accionistas dado el riesgo que ellos asumen al invertir en una empresa endeudada, lo que constituye la tasa de costo patrimonial de la empresa con deuda (k_d). Donde (k_d) también puede interpretarse como la tasa de retorno exigida a la acción de la empresa, porque lo que se le exige a la acción es lo que se le exige al patrimonio (Ruff 2011).

Ahora bien el beta con deuda de la empresa i , corresponde a la tasa de retorno (R_i) exigido sobre la deuda emitida por la empresa. En otras palabras, representa la rentabilidad exigida por los tenedores de papeles (bonos, acciones), dado el riesgo que ellos asumen al conceder un préstamo a la firma, lo que constituye la tasa de costo de la deuda (k_d).

Sin embargo, el modelo propuesto por Hamada asume que la deuda emitida por la empresa es libre de riesgo, por lo que $\beta_{d,i} = 0$. Dado este supuesto, la empresa puede endeudarse a la tasa libre de riesgo $k_{deuda} = R_f$.

2.3 Modelo de valuación de activos de capital (CAPM)

La relación entre el retorno esperado de un activo específico y el riesgo del mismo, se necesita determinar el precio de mercado por riesgo para un activo individual. El modelo de valuación de activos de capital CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), desarrollado inicialmente por Sharpe y Lintner en un contexto de mercado de capitales perfecto y en un mundo de dos períodos. Ambos autores basaron sus

estudios en las investigaciones realizadas por Markowitz y Tobin (1960), quienes afirmaron que todos los inversionistas seleccionan sus carteras a través del criterio media-varianza (Maquieira 2008).

Los supuestos de este modelo, tiene como base un mercado de capitales perfectos¹⁵ (eficientes), a continuación se hace referencia a las conjeturas:

- a) Los inversionistas son agentes adversos al riesgo, maximizan su utilidad esperada, dependiente exclusivamente de la esperanza matemática (media) y la varianza (riesgo). Los inversionistas están en un mundo de dos períodos por lo que planean sus inversiones a un período en el futuro.
- b) Los inversionistas tienen expectativas homogéneas respecto del valor esperado y estructura de covarianzas de todos los activos que se tranzan en el mercado.
- c) Los inversores tienen las mismas expectativas sobre la distribución de los rendimientos futuros y sobre la volatilidad de todos los activos (y sobre la correlación entre los rendimientos). Si los inversores tuvieran desacuerdos en cuanto a los rendimientos esperados y los riesgos asociados, sería difícil pensar en un mecanismo de fijación de precios en el cual todos pudieran coincidir.
- d) La oferta de los activos financieros está dada; además, éstos se consideran negociables, perfectamente divisibles y no generan dividendos, considerando únicamente ganancias sobre el capital.
- e) Existe la posibilidad de invertir en un activo libre de riesgo con oferta neta igual a cero y a cuyo rendimiento (RF) se puede solicitar y otorgar una cantidad ilimitada de recursos.

Analizando estos supuestos el modelo planteado sobre los inversionistas son adversos al riesgo, siempre preferirán más rendimiento a menos y demandarán un premio por comprar títulos con mayor riesgo, el horizonte de planeación es hacia un periodo futuro, los agentes imponen decisiones (expectativas) racionales.

Los supuestos 2 y 3 se puede entender que los inversionistas no pueden obtener ganancias extraordinarias, siendo que estas tienden a una media y el riesgo es mínimo.

Los siguientes supuestos establecen las decisiones se toman en el mismo tiempo y para un mismo período, mientras que los últimos respectivamente estandarizan el marco que rodea la decisión, la eficiencia del mercado y las

¹⁵ Este supuesto implica muchas proposiciones implícitas, algunas demasiado restrictivas, como son: los mercados de capitales perfectos, la inexistencia de impuestos, los costos de transacción son despreciables y los activos de la economía son perfectamente divisibles, tampoco existe de fricciones en el mercado.

evaluaciones que realizan los inversionistas acerca de las distintas combinaciones de rendimiento esperado y riesgo de sus inversiones.

Simplificando la relación matemática vendría ser el premio por el riesgo esperado de un activo j descontando la tasa libre de riesgo equiparando un Beta igual al riesgo de mercado menos la tasa libre de riesgo:

$$r_j - r_f = \beta(r_m - r_f) \quad (7)$$

Donde r_j es el rendimiento requerido al activo j . ordenando la ecuación en términos del rendimiento requerido al activo j , es el siguiente:

$$r_j = r_f + \beta(r_m - r_f) \quad (7a)$$

Los supuestos de este modelo son restrictivos pero todos coexistiendo hacen validar la teoría en su conjunto. El CAPM asume la perspectiva de un inversor diversificado y fue construido sobre la premisa de que el coeficiente Beta es la medida del riesgo apropiada y que el inversor sólo demanda recompensas por el riesgo de mercado o sistemático.

Volviendo a Hamada esta ecuación se ampliaría a:

$$k_e = r_f + (r_m - r_f) + \beta_u(r_m - r_f) \frac{D}{E}(1 - t) \quad (8)$$

Interpretando esta relación conduciría a pensar que los inversionistas requieren un rendimiento para compensar el valor tiempo del dinero r_f (tasa libre de riesgo); un premio para compensar el riesgo de negocio β_u (riesgo de mercado) y un premio para compensar el riesgo financiero $\beta_u(r_m - r_f) \frac{D}{E}(1 - t)$; este $(1-t)$ representa el escudo fiscal, en otras palabras estar endeudado es un mejor escenario que pagar directamente impuestos, lo que dirían muchos la deuda genera.

2.3.1 Desapalancamiento y apalancamiento del coeficiente Beta

En la práctica, es muy común desapalancar el Beta observado de una firma con deuda y luego tener que re-apalancar el coeficiente Beta para diferentes coeficientes de endeudamiento. Un procedimiento usual consiste en desapalancar primero el Beta de la empresa para llevar imaginariamente su coeficiente de endeudamiento a cero, y ver de esa forma cuál sería el coeficiente Beta del activo. Luego, este Beta es "re-apalancado" para reflejar el Beta que corresponde a la estructura de capital de la compañía que se está valuando (López 2010). A continuación se representan las relaciones matemáticas:

Desapalancando el beta:
$$\beta_{\mu} = \frac{\beta_e}{\left[1 + \frac{D(1-t)}{E}\right]} \quad (9)$$

Re apalancando el beta:
$$(10) \quad \beta_e = \beta_u \left[1 + \frac{D(1-t)}{E}\right]$$

2.3.2 Componentes del modelo CAPM

Independientemente del país en que se valúe un activo, subsisten controversias con respecto a la medida de algunos insumos y la forma de calcularlas, como es el caso de la tasa libre de riesgo, la prima por riesgo de mercado y la extensión que deberían tener las series, estas son las variables estándar para realizar el procedimiento, asimismo hay que tener en cuenta si son economías en desarrollo, como se vara más adelante existen sus alternancias. A continuación, se detallan algunas componentes que suelen incorporar al análisis CAPM para poder desarrollar este método y determinar el rendimiento esperado o el costo de capital de una inversión (López 2010).

El beta de la empresa

Es un coeficiente que mide la sensibilidad de una acción respecto a los precios del mercado, quiere decir, que demuestra el grado de variabilidad de la rentabilidad de una acción en relación con la rentabilidad del activo (Huaman – Comun 2019). Como fue mencionado antes, el CAPM utiliza una medida particular de riesgo sistemático conocido como “ β ”, siendo esta una medida de la sensibilidad de los rendimientos de la acción en relación a los movimientos del rendimiento del mercado.

En este sentido, a mayor sensibilidad o variabilidad, la medida será más alta, reflejando que la acción se ve afectada en mayor medida por el riesgo sistemático, y por tanto, deberá ofrecer rendimientos más elevados que compensen este mayor riesgo a sus tenedores de esas acciones. Si β es 1, se entiende que el activo posee la misma cantidad de riesgo que el mercado, si es mayor o menor a 1, será entonces más o menos riesgoso que el promedio de todos los activos en el mercado.

El parámetro β en definitiva es una medida del riesgo del activo en relación al riesgo del mercado, al ser el resultado del cociente entre variabilidad de los retornos del activo con respecto a los del mercado y la variabilidad de los rendimientos de este último. En términos estadísticos la beta relaciona la covarianza del activo con el mercado (variaciones conjuntas) con la varianza del mercado (demuestra la variación de una serie de datos en relación con su promedio).

Toda la anterior teoría apunta a empresas que están involucradas en mercados de capitales (bolsas de valores), asimismo las firmas que no negocian en bolsa y en general los países en desarrollo, requieren tener alternativas o alguna forma cercana a estos para poder valorar los sectores y/o empresas con estas características, en el siguiente apartado se revisa algunos tópicos en esta materia. A continuación se hacen algunos ajustes al modelo inicial y más adelante se toman supuestos en economías emergentes y en desarrollo.

La tasa libre de riesgo

Se refiere a un activo libre de riesgo, entiéndase que no existe riesgo de impago y que no existen desvíos alrededor del rendimiento esperado si se mantiene el activo hasta el vencimiento (López 2010). Para que esto se cumpla no debe existir el riesgo de incumplimiento (*default risk*).

Es la variable que representa el rendimiento que se puede obtener libre del riesgo de incumplimiento, entre otros riesgos como el riesgo de liquidez y el riesgo al vencimiento, en otras palabras, es la rentabilidad obtenida por invertir en un activo libre de riesgo y se caracteriza por ser un activo de renta fija con mínima fluctuación en el mercado que está respaldada por un emisor con gran solvencia (Huaman - Comun 2019).

Al respecto Damodaran (2002) agrega que los gobiernos están libres del riesgo de incumplimiento debido a que administran la emisión monetaria, es decir que controlan la circulación de efectivo en un determinado país y además pueden tomar medidas monetarias y fiscales para evitar incumplir con los pagos.

Aunque ningún bono está completamente libre del riesgo de incumplimiento, los certificados y bonos del Tesoro de Estados Unidos se aproximan a este ideal tanto como es posible. Ningún instrumento del Tesoro ha incurrido en incumplimiento jamás y, por lo menos hasta el momento, se considera que ninguno de estos instrumentos corre el más leve peligro de futuro incumplimiento. Por esta razón, los instrumentos del Tesoro se consideran, en general, libres de riesgo (Ross 2010). Para el ajuste que se practica en los países emergentes existen algunas variantes para estimar la tasa libre de riesgo.

Tasa de retorno de mercado

La tasa de descuento o tasa de retorno es aquella que nos trae al presente todos los flujos de fondos de un proyecto o inversión. La tasa de descuento es la tasa de costo de oportunidad del capital, en Vélez 2002 menciona: “mide los costos en que incurre una firma o una persona por utilizar o para obtener fondos que destina a sus inversiones” (Parra 2013).

Es la variable que representa el retorno promedio esperado de los activos de riesgo disponibles en el mercado accionario, Damodaran 2002, propone el índice¹⁶ Standard & Poor's 500, como una aproximación al portafolio, además es considerada como la más importante de Estados Unidos por ser la más representativa en cuanto a la realidad del mercado (Huaman - Comun 2019).

La prima por riesgo de mercado

La prima por riesgo de mercado, Finanzas, la diferencia entre el rendimiento esperado de un índice de acciones y el rendimiento libre de riesgo se conoce como la prima por el riesgo de mercado, o en inglés, Market Risk Premium.

En realidad, es lo que “esperan ganar” los inversores por correr un riesgo mayor que el que correrían en una inversión libre de riesgo. López 2010 afirma que la realidad es otra, “no es que el mercado nos vaya a recompensar por haber invertido en activos riesgosos, la evidencia empírica afirma: esperar obtener una diferencia sobre el rendimiento libre de riesgo en un período largo, si es que se invierte en una cartera bien diversificada, como podría ser un índice de mercado accionario”.

La prima por el riesgo de mercado es una expectativa matemática, un rendimiento esperado, basado en la evidencia empírica, en otras palabras es lo que el inversor quiere obtener en promedio de su cartera pero esta tiene que ser amplia. Para el cálculo de la prima se toma en cuenta la rentabilidad media del mercado y una tasa libre de riesgo, en la mayoría de los países emergentes cuando se trata de valoración utilizan los bonos de los Estados Unidos a 10 años, esto no es un tema cerrado y se pueden utilizar otros indicadores, pero hay que tener en cuenta que se debe minimizar el riesgo del cual se influir.

En Latinoamérica las acciones tuvieron mayores rendimientos que las acciones en Estados Unidos, y éstas, a su vez, rindieron más que los bonos del Gobierno; la prima por el riesgo de mercado aumenta cuando se analizan índices que contienen compañías de menor tamaño (López 2010).

2.4 Aspectos generales de la valuación en mercados emergentes

En Latinoamérica, al igual que en otros mercados emergentes, el CAPM es el modelo más utilizado para estimar la tasa de descuento de una propuesta de inversión en activos reales. No obstante, en estos países la adaptación del CAPM por lo general se realiza de modo indirecto, recurriendo a datos provenientes de

¹⁶ El índice Standard & Poor's 500, se estima sobre la ponderación de las acciones a partir del valor de mercado de cada empresa. Dicho índice bursátil contiene a 500 empresas consideradas como las más grandes que cotizan en Nasdaq, NYSE y AMEX. Por otro lado, Damodaran añade que para los casos en que los inversionistas diversifiquen sus inversiones a escala global se debe considerar los índices de Morgan Stanley Capital International (MSCI).

otros mercados financieros, para ello se aplica el CAPM con base a información de empresas y/o sectores similares a la empresa que se está analizando y se añade una tasa que representa el riesgo país del mercado en cuestión (Almeida 2007).

La falta de un mercado de capitales (valores de mercado) es el caso general, y no el caso particular, en la valuación en mercados emergentes¹⁷; la mayoría de las transacciones involucran empresas sin cotización pública de sus acciones, lo cual imposibilita observar directamente un coeficiente Beta, conduciendo a los evaluadores a utilizar un coeficiente “comparable”, procurando emular el a compañías listadas en países y mercados desarrollados, pero subsisten dudas en la aplicación de esta metodología. La solución a este problema no es sencilla y no es por falta de argumentos sobre el tema.

Los mercados de frontera son los países más riesgosos que los emergentes (menor liquidez). En general, son países de baja capitalización bursátil, con poca regulación y bajos niveles de inversión extranjera, que se vieron favorecidos en los últimos años por la explosión de commodities, el auge del consumo y las fuertes inversiones en infraestructura. Se describirían como los países más impredecibles y más volátiles. La composición de los mercados de frontera es dinámica y los países contenidos en ellos pueden ir variando cada año en función de la evolución de sus economías (Bertazza 2018).

Otro aspecto diferencial son las variaciones en la tasa de crecimiento del PIB, siendo estas más volátiles en las economías emergentes, que suelen atravesar períodos de recesión-recuperación-crecimiento más complejos que las economías desarrolladas. Asociado con este proceso, se encuentra un indicador polémico: la prima por el riesgo país. Su inclusión se fundamenta en que todos los riesgos no son captados en los modelos de valuación como el CAPM (López 2016).

La estimación para países emergentes se hace más complejo dados factores estructurales de estos mercados como lo son su alta volatilidad, la poca profundización de sus mercados de capitales, los datos históricos insuficientes de sus mercados financieros, la dificultad de establecer el grado de interdependencia con los mercados internacionales y en general sus políticas macroeconómicas que le agregan mayor riesgo país.

Independientemente del país en que se valúe un activo, existen controversias con respecto a la medida de algunos insumos (variables) y la forma de computarlas,

¹⁷ A menudo, los términos “mercado emergente” y “economías o países emergentes” se utilizan indistintamente. Los mercados que no entran en la definición de “emergente” son considerados mercados de frontera (López 2010), debido a las trabas recurrentes impuestas a las entradas y salidas de capitales, sistemas impositivos complicados y otras dificultades.

como es el caso de la tasa libre de riesgo, la prima por riesgo de mercado y la extensión que deberían tener la información (López 2010). Algunas de estas variables en el cálculo del CAPM para empresas que no cotizan en bolsa que son economías emergentes se las debe construir o tener una variable proxy para poder tener una mayor precisión en su estimación.

Betas comparables

La utilidad del CAPM en países sin mercados de capitales desarrollados plantea las siguientes complicaciones (López 2010):

- i. La mayoría de las transacciones se realizan sobre paquetes accionarios de compañías de capital cerrado, en otros casos de empresas familiares. La ausencia de valores de mercado impide la observación directa de la rentabilidad (el beta).
- ii. La percepción de mayor riesgo en las inversiones en un mercado emergente con respecto a aquellos países con mercados de capitales desarrollados e instituciones robustas, cuyos riesgos no pueden ser diversificados totalmente.

En los países en desarrollo usan coeficientes beta de mercado calculadas para 500 empresas de las más representativas de los EE.UU para Standard and Poors, añadiendo una prima por riesgo país. Esta prima se estima por lo general como la diferencia (spread) entre el rendimiento de los bonos del tesoro de los EE.UU. (U.S. Treasury Bills) y el rendimiento de la deuda soberana en dólares que ha emitido el país en desarrollo. Otros utilizan acciones comparables y así sucesivamente hasta llegar a su objetivo (Vélez 2002).

El criterio del Beta comparable consiste en buscar una compañía o conjunto de compañías que contengan similitudes significativas con la compañía objeto del análisis. Una vez que la entidad comparable es identificada, sus datos de mercado se utilizan como base para el cálculo del costo del capital. En la técnica del comparable se siguen los siguientes pasos:

Identificar el comparable

La aproximación del Beta comparable identifica una compañía que tiene cotización en los mercados de valores que esté en la misma línea de la compañía en cuestión. Encontrar una compañía que sea absolutamente comparable es prácticamente imposible, pues es muy raro que existan dos compañías que tengan las mismas características. No obstante, es posible realizar algunas aproximaciones razonables, bajo ciertas características (López 2010):

- El beta comparable opera en la misma industria o sector.
- Esta aproximación debe tener un parecido razonable (en actividad o sector).

- Si la ubicación geográfica es importante en el tipo de negocio, ésta debe ser considerada en la comparación.
- Cuando se identifica más de una compañía como un potencial comparable, suele tomarse la mediana o el promedio del Beta de las compañías identificadas.

Los efectos de la estructura de capital sobre los Betas (los betas observados en el mercado son siempre Betas de acciones, por lo cual se encuentran apalancados.) pueden resolverse fácilmente en la comparación bajo la importancia de la empresa si esta es apalancada y/o desapalancada. Si bien el Beta de la industria o el Beta promedio de un set de comparables evita realizar un análisis detallado del comparable, a medida que aumenta la muestra, disminuye la comparabilidad. No obstante, este tipo de aproximación se utiliza a menudo en los países emergentes, donde puede ser que no existan buenos comparables individuales, o también suele usarse en nuevos negocios para los cuales no existen Betas (López 2010).

El riesgo país

Si bien existen varias medidas de riesgo país, una de las más simples y más fácilmente accesible es la calificación asignada a la deuda de un país por una agencia de calificación (S&P, Moody's and IBCA). Estas calificaciones miden el riesgo de incumplimiento (en lugar de riesgo de renta variable), pero se ven afectados por muchos de los factores que impulsan el riesgo de renta variable: el la estabilidad de la moneda de un país, su presupuesto y balances comerciales y su estabilidad política, la otra ventaja de las calificaciones es que vienen con diferenciales predeterminados el bono del tesoro de Estados Unidos¹⁸.

Los riesgos asociados a una inversión en un mercado emergente difieren significativamente de los que están asociados a una inversión similar en Estados Unidos. Éstos están fuertemente relacionados con una serie de factores intrínsecos que incluyen:

- Desempeño macroeconómico (Inflación, comportamiento del tipo de cambio, déficit fiscal, tasa de crecimiento del PIB).
- Control de flujo de capitales.
- Cambios en los marcos jurídicos de los contratos y las regulaciones.
- Transferencia¹⁹
- Aspectos sociales (Corrupción, fraude, disturbios civiles, expropiaciones).

¹⁸ <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/riskprem.pdf>-Damodoran.

¹⁹ El riesgo de transferencia corresponde a la incapacidad general de los deudores de un país determinado de cumplir con sus obligaciones financieras, debido a la falta de disponibilidad de la moneda en la cual está denominada la obligación, independientemente de la condición financiera particular del deudor.

Un inversor podría diversificar en acciones de un país, sin embargo estos riesgos no podrían ser eliminados mediante la diversificación. Se cree que estos riesgos no son captados en el riesgo sistemático que se mide con Beta.

2.5 Estado del Arte del modelo CAPM

Investigaciones empíricas realizadas en mercados de capitales emergentes. A continuación se efectuó una revisión sobre algunos de los trabajos de investigación referentes a la aplicación de las teorías de valoración de activos financieros en países emergentes.

Cuadro N° 2:
Revisión de la literatura del modelo CAPM

Referencia	Conclusiones
Título: El modelo de valuación de activos de capital aplicado a mercados financieros emergentes. El caso de México 1997-2006 Autor: Sansores Guerrero Édgar.	Existen otros factores de riesgo que afectan los rendimientos de las acciones tales como inflación, inseguridad, clima político, entre otros. Además, la prima de riesgo que paga el mercado es relativamente baja con respecto a la calculada a través del modelo; es decir, existe un desequilibrio en el mercado ya que se tienen acciones sobrevaluadas y subvaluadas.
Aplicación de metodología para la valorización de empresas con presencia bursátil: Caso práctico “Aes Gener S.A.” Autor: Arriaza Sebastián País: Chile Revista chilena de economía y sociedad (diciembre 2015)	Este trabajo desarrolló la valoración de la empresa Aes Gener S.A., una de las más grandes empresas del segmento generación en nuestro mercado eléctrico chileno. Los resultados obtenidos por la metodología de flujo descontado de caja, la acción de la empresa se encontraría eventualmente sobrevalorada por el mercado.
El Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC): Una estimación para los sectores de Minería, Electricidad, Hidrocarburos Líquidos y Gas Natural en el Perú Autor: Organismo Supervisor de la Inversión en Energía y Minería del Perú (OSINERGMIN) - Gerencia de Políticas y Análisis Económico País: Perú	Para este trabajo, se realizó una revisión de la metodología estándar del cálculo de la tasa WACC para las Industrias mencionadas, metodología de mayor utilización por bancos de inversión, entidades reguladoras y valuadoras de empresas. Asimismo, utilizando información pública y de la plataforma Bloomberg, se pudo hacer una estimación de estas tasas de descuento para el período 2011-2015. Los resultados por sector, en dólares americanos nominales, son los siguientes: Para Minería se obtuvo: 10.89%, para Hidrocarburos se obtuvo: 10.51%, Para el sector Eléctrico fue de: 8.70%.

Nota: elaboración propia en base a la literatura revisada.

En el cuadro 2 se evidencia algunos casos prácticos que consideran en la mayoría de los casos las variables tipo para hacer la valuación y en todos los casos se muestran razonables y consistentes desarrollados bajo esa metodología. Al ser estimaciones para economías emergentes muchos autores señalados en el cuadro incluyen variables que no están en la teoría económica, asimismo el mensaje que se quiere mostrar es la practicidad de encontrar estimaciones razonables y demostrando lo más real posible porque son firmas y sectores de la economía real y no cotizan en las grandes bolsas de valores a nivel mundial.

Capítulo 3

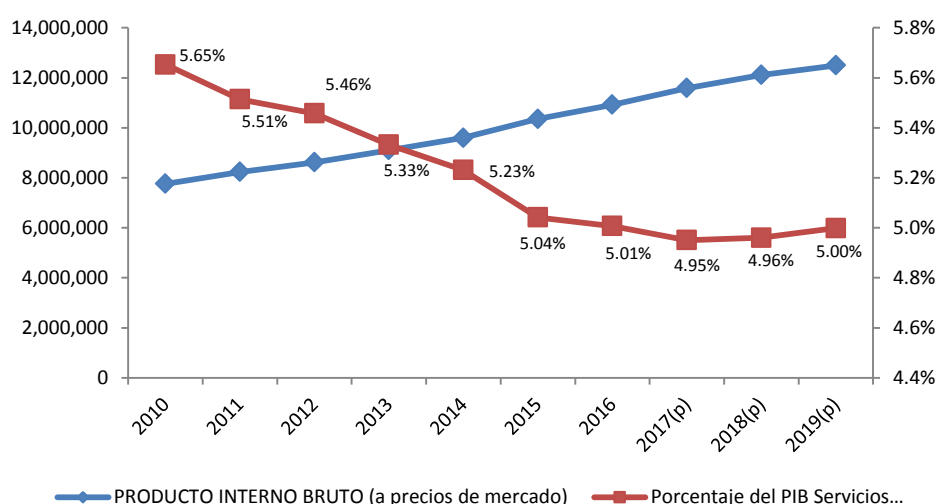
Descripción del sector y de la empresa

Antes de entrar al análisis de valoración se hace una descripción de la empresa a ser valorada, en este caso MULTICINE La Paz.

3.1 Descripción del sector

El sector de Servicios Comunales, Sociales y otros en los últimos 10 años aportó al PIB alrededor del 5,2% en promedio, el siguiente gráfico se muestra su representación, años previos a este periodo a inicios del siglo XXI este aporte estaba por el 6% del PIB, relación que fue mermando con el tiempo.

Figura N° 2:
PIB Total y PIB otros Servicios*
(En Miles de Bs. de 1990 y en porcentaje)



Nota: elaboración propia en base a datos del INE.

* Incluye las actividades: Restaurantes y Hoteles, y Servicios Comunales, Sociales, Personales y Domésticos.

A su interior de este sector son todas actividades relacionadas al arte y la cultura, son la propiedad intelectual, el talento colectivo e individual además de la creatividad como la inagotable generadora de ideas, la exhibición de obras filmicas es parte de este rubro. El comportamiento de este rubro de la economía fue descendiendo a partir del año 2010, sin un aparente causa, el análisis de los motivos de este descenso no es menester de este documento de investigación.

A su vez una gran parte de las actividades (legales) económicas están reguladas por instituciones públicas, asimismo algunos rubros están más regulados que otros dependiendo el rubro. Para todas las empresas privadas el ente regulador la Autoridad de Fiscalización y Control de Empresas, encargada de fiscalizar,

controlar, supervisar y regular las actividades de las empresas, defensa de la competencia, reestructuración de empresas y registro de comercio, en el Anexo 1 se amplía los alcances del ente regulador.

3.2 Descripción de la empresa

La llegada del cine a Bolivia, esta fue a finales del siglo XIX, existiendo en esos días dificultades en la movilidad y el transporte. El Teatro Municipal de La Paz se constituyó como sala improvisada para las exhibiciones continuas (Quena 2015).

Una breve reseña histórica MULTICINE de la cadena que lleva el mismo nombre se inaugura en La Paz en diciembre 2009 y desde ahí que brinda los servicios de entretenimiento, ocio y diversión, posteriormente se abren otras filiales en las ciudades de Santa Cruz y El Alto. El análisis del documento de estudio estará únicamente referido a la sucursal²⁰ de la ciudad de La Paz.

Existe competencia con las características similares en la actividad económica de MULTICINE La Paz, encontrándose en la zona sur de la ciudad de La Paz ubicado en la zona de Irpavi, que su clientela en mayor proporción está dirigido a personas que viven al sur de la ciudad, sin embargo este último es más grande en tamaño pero la ubicación de MULTICINE la hace estratégica para la comodidad de todos sus usuarios de todas partes de la hoyada paceña que frecuentan sus instalaciones, edemas existen dos complejos en la ciudad de El Alto, pero intuitivamente no se podrían considerar rivales para los más de 2 millones de habitantes que tienen las ciudades de La Paz y El Alto para la expansión y diversión de las personas de ambas ciudades.

MULTICINE La Paz ofrece servicios de entretenimiento y esparcimiento, entre sus principales actividades están la proyección de películas en salas de cine, además en su complejo tiene diferentes ambientes como ser: un patio de comidas, salas de juegos, estacionamiento vehicular, alquiler de oficinas, etc. Las salas de exposición tienen una tecnología de proyección y sonido Dolby Digital 7.1 con diferentes canales de sonido de última generación, pantallas con ganancia que mejoran la experiencia 2D y 3D.

La idea es de ampliar la oferta de exhibición de películas a una experiencia para disfrutar el cine con ambientes confortables, renovados y color con personal altamente capacitado y preparado para otorgar un servicio cálido y amable (Página oficial de la empresa).

²⁰ En la ciudad de El Alto se tiene el complejo de MULTICINE más grande Bolivia sin embargo esta sucursal no merma los potenciales clientes que pueda tener MULTICINE La Paz.

3.2.1 Productos y servicios

Es un complejo de entretenimiento familiar, con la ubicación más céntrica de la ciudad y completa de la urbe paceña, los servicios y productos que brinda están mencionadas en el cuadro N°3.

Cuadro N° 3:
Productos y servicios ofertados en MULTICINE La Paz

Productos y servicios	
11 salas de cine con la mejor calidad y de tecnología última generación en pantallas y sonido con las butacas más cómodas	Venta de espacios publicitarios
Patio de Comidas	Alquiler de salas
Locales Comerciales	Paquetes especiales para empresas
Sala de Juegos	Cadena de cajeros automáticos
Parqueo gratuito (para clientes)	Servicios comerciales variados: tiendas de ropa, accesorios, etc.
Gimnasio	Publicidad en salas

Nota: elaboración propia en base a información de la empresa.

Acerca del rubro principal del servicio las salas de exhibición donde se proyectan las producciones cinematográficas tienen una tecnología de proyección y sonido Dolby Digital 7.1 con diferentes canales de sonido de última generación, pantallas con ganancia lumínica color mate que mejoran la experiencia 2D y 3D (este último está en receso en la actualidad).

La idea de MULTICINE es ampliar la oferta de exhibición de películas a una experiencia para disfrutar el cine con ambientes confortables, renovados, llenos de luz y color con personal altamente capacitado y preparado para otorgar un servicio cálido y amable

3.2.2 Misión y Visión

La idea es de ampliar la oferta de exhibición de películas a una experiencia para disfrutar el cine con ambientes confortables, renovados, llenos de luz y color con personal altamente capacitado y preparado para otorgar un servicio cálido y amable

La empresa MULTICINE es un generador de empleo directo, sobre todo a los más jóvenes o quienes buscan su primer empleo, MULTICINE tiene la obligación de mejorar la vida de sus empleados y satisfacer plenamente a sus clientes. A continuación se describen la misión, visión de la empresa.

Cuadro N° 4:
Visión y misión de la empresa

Misión	Visión
“Brindar al público una experiencia única de entretenimiento, ofreciendo una amplia variedad de películas, un servicio diferenciado, junto a la mejor tecnología; Enfocándonos siempre en satisfacer al máximo las expectativas de nuestros clientes”.	“Expandir nuestra posición en el mercado, para llegar a ser la cadena de cine más importante a nivel nacional, siendo la primera y mejor opción de entretenimiento sano para las familias bolivianas”.

Nota: elaboración propia en base a información de MULTICINE La Paz.

3.3 Ficha empresarial

En el siguiente cuadro se describe la empresa que se está analizando:

Cuadro N° 5:
Ficha empresarial MULTICINE

Razón Social	RODUGA INVERSIONES S.A.
Industria	Entretenimiento y ocio
Regulación	Autoridad de Fiscalización de Empresas
Clase de Acción	Acciones comunes
Mercado local	Ciudad de La Paz y alrededores

Nota: elaboración propia en base a información de la empresa.

La intención de este documento es tener una aproximación lo más cerca de la realidad para la empresa, llegar a estimar unas cifras razonables en el contexto de una economía global, a continuación se determinarán los valores fundamentales para el cálculo de la valoración de MULTICINE La Paz.

Capítulo 4

Valoración de MULTICINE La Paz

Antes de construir el modelo de valoración se van a describir y revisar las principales variables, mostrando la situación financiera descriptiva de la firma donde se verán algunos indicadores que posteriormente darán solvencia a la investigación, el tiempo de análisis es algo corto, se podría decir que esta empresa está en desarrollo y por buen camino en buscar de su consolidación como referente del servicio prestado.

4.1 Las Finanzas de MULTICINE La Paz

La información²¹ financiera que se presenta a continuación es obtenida de los estados financieros y los Balances generales de RODUGA INVERSIONES S.A. en moneda nacional (bolivianos), presentados a Impuestos Nacionales, auditados externamente, los mismos que han sido preparados de acuerdo con Normas de Contabilidad Generalmente aceptadas en Bolivia. A continuación, en la Figura 2 se muestra la evolución del comportamiento de las siguientes variables: ventas, costos, capital y utilidad anuales.

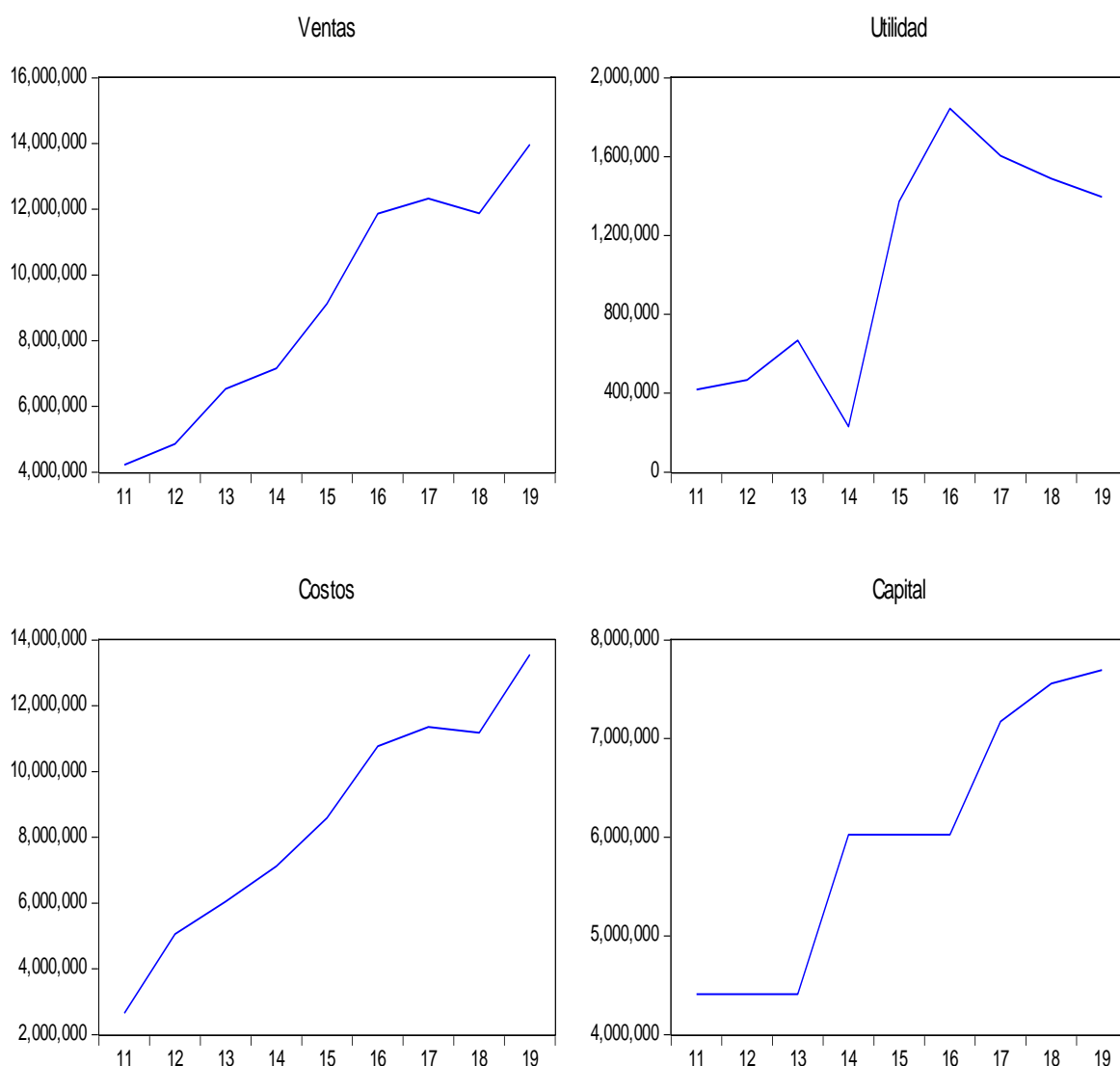
Las ventas (ingresos) de la empresa en estos años tienen una tendencia creciente, a pesar que entre los años 2016 - 2018 estuvieron en una meseta para luego incrementarse. Los costos tienen un comportamiento similar a las ventas llegando a una planicie en los mismos años señalados y estas se incrementan para el año 2019.

La inversión se podría afirmar que se realizan con cierta periodicidad (intervalos), entre el 2011 - 2013 se mantienen constante. Los años que se hicieron inyecciones de capital fueron las gestiones 2013 y 2016, a su vez los años siguientes se hacen inversiones, pero no en la velocidad de las anteriores. La utilidad de la empresa entre el 2014 y 2016 fueron bastante interesantes, posterior a esos años también se generaron utilidades, aunque con un descenso moderado. El año 2013 se produjo un descenso bastante marcado.

Es importante mencionar que las gestiones 2020 y 2021 fueron sumamente irregulares en la economía en su conjunto e incidiendo de forma negativa al sector (entretenimiento y servicios) más afectado por el COVID 19, esta información no fue proporcionada para su análisis por motivos de política interna.

²¹ La información financiera de la empresa MULTICINE La Paz (RODUGA INVERSIONES S.A.) es para uso estrictamente académico y de confidencialidad.

Figura N° 3:
Ventas – Costos – Utilidades – Capital 2011 – 2019
 (En miles de dólares americanos)



Nota: elaboración propia en base a los EEFF y Balance General de MULTICINE La Paz.

4.1.1 Balance General

A groso modo la principal cuenta del total activo son el activo no corriente que no está explícitamente en el siguiente cuadro, asimismo se podría aseverar que los recursos de la empresa son utilizados en el desarrollando de sus actividades. El pasivo para esta empresa principalmente están las deudas con terceros (empresas) y los préstamos bancarios, ambos de largo plazo. El patrimonio fue creciente en el periodo de análisis que se podido acumular. A continuación se muestra un resumen de las principales cuentas del balance general de MULTICINE La Paz:

Cuadro N° 6:
Balance General
(En miles de dólares)

Balance General*	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Total Activo	22,551,484	23,150,769	23,492,773	24,079,449	20,600,754	22,186,758	20,716,740	23,398,499	31,752,403
Activo Corriente	668,973	13,094,850	1,388,500	516,851	1,821,990	3,449,752	2,857,290	3,475,026	5,236,564
Total Pasivo	15,570,498	15,390,828	14,637,523	16,360,699	11,886,989	13,251,563	11,501,820	14,161,312	22,469,321
Pasivo Corriente	15,566,382	8,741,815	7,611,091	8,347,891	1,382,063	1,074,504	1,267,517	3,141,093	20,964,841
Capital	4,407,747	4,407,747	4,407,747	6,025,825	6,025,825	6,025,825	7,173,601	7,559,335	7,694,995
Total Patrimonio	6,980,985	7,759,941	8,855,250	7,718,750	8,713,765	8,935,195	9,214,920	9,237,187	9,283,082

Nota: elaboración propia en base a información de la empresa.

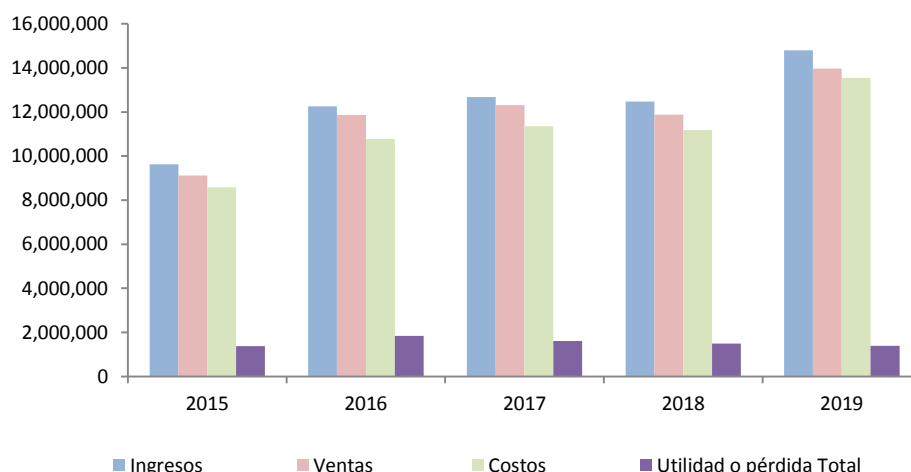
- Principales cuentas del BG de MULTICINE La Paz.

4.1.2 Estados de resultados

En el siguiente grafico se ejemplifica la evolución del estado de resultados de MULTICINE La Paz y sus principales componentes:

Los Ingresos en el periodo comprendido se incrementaron en un promedio de 12%, resultado de un trabajo de promoción y mercadeo, aunque entre el 2017 – 2018 existe una caída mínima en relación del año que antecede. Todas las variables del EERR tienen una sincronía similar en el periodo de análisis. La utilidad (neta) registra una tendencia a ser constante en el tiempo es prácticamente lineal.

Figura N° 4:
Estado de Resultados
(En miles de dólares)



Nota: elaboración propia en base a información de la empresa.

4.2 Análisis de indicadores financieros

Los indicadores financieros permiten obtener información fundamental para analizar, examinar, dirigir una empresa, evaluar la situación financiera, la capacidad de crecimiento y detectar a tiempo los posibles problemas de financieros que pueda incurrir la firma.

El análisis de un conjunto de indicadores permite obtener un diagnóstico de la situación financiera de la organización en un momento determinado de tiempo y evaluar:

- i) Equilibrio financiero,
- ii) Rentabilidad y
- iii) Sostenibilidad financiera principalmente.

4.2.1 Indicadores de Liquidez

Los índices (razones) de liquidez miden la capacidad de pago que tiene la empresa para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo y demás compromisos que impliquen desembolso de efectivo a corto plazo, en otras palabras, es la disposición de efectivo para cancelar las deudas.

Los primeros dos indicadores miden la capacidad que tiene la empresa para cumplir con sus obligaciones financieras de corto plazo. En este caso tanto para la gestión 2017 ambos indicadores se podrían decir que pueden tener dos veces esta rotación y para la gestión 2018 es superior a la unidad.

En el siguiente cuadro se muestra estas relaciones de las últimas de 3 gestiones:

Cuadro N° 7:
Ratios de Liquidez

Indicador	2017	2018	2019
Razón corriente	2.2542	1.1063	0.2498
Prueba acida	2.1610	1.0732	0.2463
Capital de trabajo	11,080,718	2,327,511	-109,626,085

Nota: elaboración propia en base a los EEFF y Balance General de MULTICINE La Paz.

En tanto el capital de trabajo es muy volátil para la empresa, siendo esta muy positiva y en descenso rápidamente pero continuando positiva en las 2 primeras gestiones. Teniendo en esa gestión muchos compromisos financieros.

4.2.2 Indicadores de endeudamiento

Los ratios de endeudamiento tienen por objeto indagar en qué grado y de qué forma participan los acreedores dentro del financiamiento de la empresa. De la misma manera, se trata de establecer el riesgo que corren tanto los acreedores como los dueños (accionistas) y los pros y contras de un determinado nivel de endeudamiento (Ortiz, 2003). Para el análisis de esta empresa se analizarán las razones financieras más usuales. Los indicadores que se emplean para este análisis se presentan en el siguiente cuadro:

El nivel promedio de endeudamiento de las últimas 3 gestiones es de 62.27%, lo que significa que alrededor del 62% de los activos fueron financiados por terceros. Asimismo el promedio del impacto de la carga financiera para el mismo periodo de tiempo es de 49.06%, significando que aproximadamente el 49% de las ventas cubren los gastos financieros.

Cuadro N° 8:
Indicadores de Endeudamiento

Indicador	2017	2018	2019	Promedio
Nivel de Endeudamiento	0.5552	0.6052	0.7076	0.6227
Impacto de la Carga Financiera	0.4812	0.3991	0.5916	0.4906
Concentración del Endeudamiento a Corto Plazo	0.1102	0.2218	0.9330	0.4217
Concentración de las Obligaciones Financieras	0.7485	0.6586	0.8338	0.7470

Nota: elaboración propia en base a los EEFF y Balance General de MULTICINE La Paz.

La media de Concentración del Endeudamiento a Corto Plazo es del 42%, pero este indicador en estos años se incrementan rápidamente, para el año 2017 este significó el 11% y para el año 2019 fue del 93%, en esta última gestión podría decirse que la empresa sufre de problemas de liquidez.

El indicador de concentración de las obligaciones financieras se refiere al porcentaje del total de pasivos corresponde a deuda financiera, en este caso se tomó esta deuda financiera a largo plazo, lo que significa que en promedio de los últimos 3 años es del 74,7%, esta deuda con terceros es bastante fuerte sobre las obligaciones financieras.

Finalmente se analizarán los indicadores de rentabilidad, sirven para medir la eficiencia en la toma de decisiones de la empresa, tanto en el control de los costos y gastos, tratando de esta manera de transformar las ventas en utilidades. Igualmente, con la aplicación de estos indicadores, los inversionistas pueden analizar la manera como se produce el retorno de los valores invertidos en la empresa, en particular la rentabilidad del patrimonio y del activo total (Ortiz, 2003,

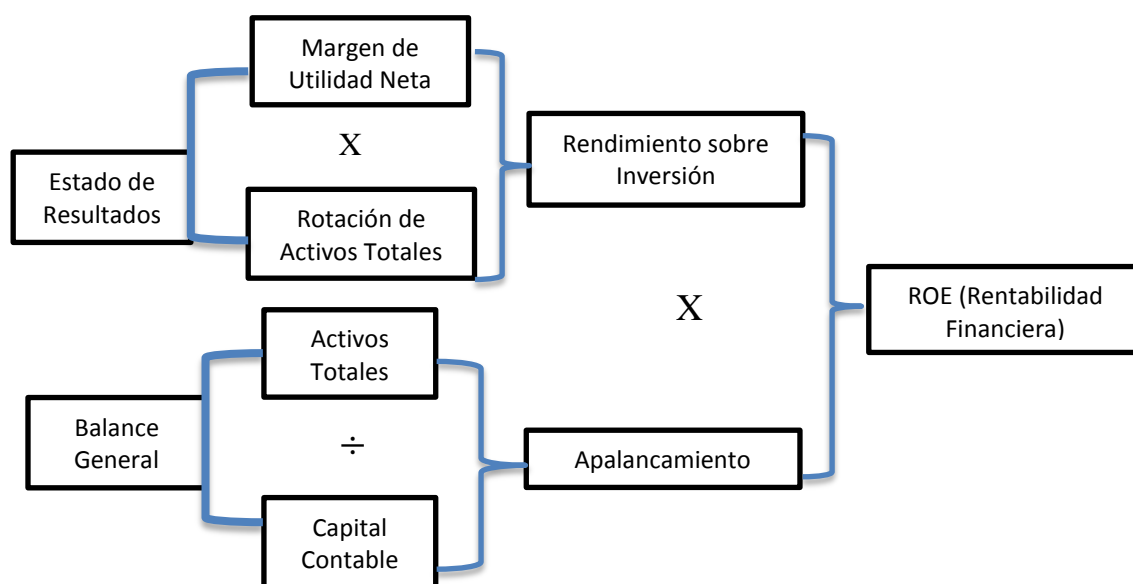
p.90). El análisis de rentabilidad está en el enfoque Du Pont a continuación desarrollada.

4.2.3 Análisis Dupont (análisis de rentabilidad)

El modelo de análisis Du Pont sirve para la toma de decisiones, esquemáticamente podría expresarse como un diagrama que permite ver fácilmente la descomposición del rendimiento de los activos y del rendimiento sobre el capital. El planteamiento Du Pont se puede ver en la siguiente figura:

La identidad Du Pont se utiliza para examinar los parámetros más relevantes de los estados financieros y del balance general de una empresa, vinculados al movimiento a los flujos financiero, permitiendo evaluar su condición financiera. Combina el estado de resultados y el estado de posición financiera en dos medidas de rentabilidad: Rendimiento sobre Activos (ROA: *Return on Total Assets*) y Retorno sobre el patrimonio (ROE: *Return on Common Equity*), además de utilizar el Margen de Apalancamiento Financiero (García 2014).

Figura N° 5:
Esquema Du Pont



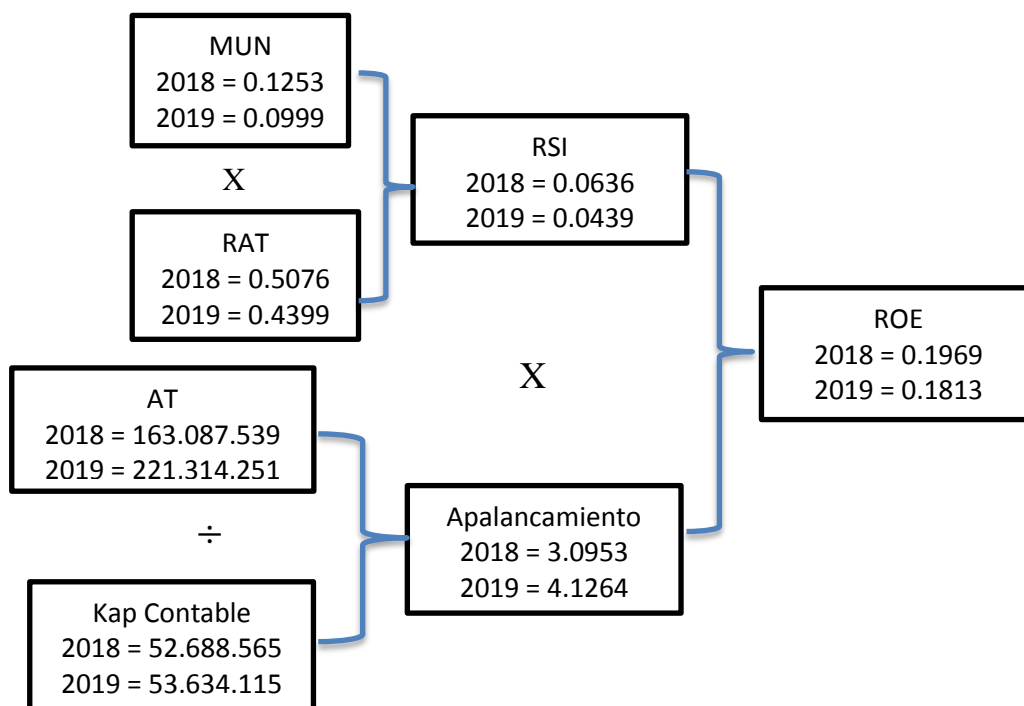
Nota: elaboración Pedro Bejarano.

A continuación en el siguiente esquema planteado para la empresa que se analizando, se realiza el análisis Du Pont para los años 2018 y 2019.

El análisis del ROE extendido da como rentabilidad superior al 18% el año 2019 y comparando una gestión anterior fue algo más elevada con 19.7%, a pesar que se hicieron importantes inversiones la gestión 2019, su nivel de renta disminuyo mínimamente. Esta rentabilidad está en términos absolutos y si se haría

una analogía a alguna unidad monetaria se podría decir que por cada dólar invertido, su retorno es de 18 centavos de dólar.

Figura N° 6:
Esquema Du Pont para MULTICINE La Paz



Nota: elaboración propia en base a los EEF y Balance General de MULTICINE La Paz.

La composición societaria de MULTICINE es de acciones²² comunes denominadas también Acciones Ordinarias son activos financieros negociables sin vencimiento que representan una porción residual de la propiedad de una empresa. La especificación de la composición accionaria puntual de la empresa MULTICINE no se la va a detallar en el presente documento por motivos de reserva de la información.

4.3 Valuación de empresas

La valoración por el método de flujos descontados (fondos futuros) aporta información muy importante relacionada a la capacidad de la empresa de generar efectivo en futuro en base a la información pasada y a las expectativas que se tiene de la empresa, la industria y su entorno.

²² Una acción (común) da a su propietario facultades y obligaciones tanto sobre los activos de la empresa como sobre las utilidades que esta genere, así como a opinar y votar sobre las decisiones que se tomen, como financiamiento representan la fuente de recursos más costosa para una compañía. La "Acción", es indicativo de una participación en el capital social de una empresa. Por tanto, al adquirir acciones de una sociedad, la persona está invirtiendo en la mayoría de las veces para crear riqueza.

4.3.1 Valor de liquidación contra valor de empresas en marcha

El valor de liquidación es el efectivo (dinero) que se puede obtener si un bien o grupo de bienes (como una empresa) se vende por separado de su organización operativa. Este valor es el opuesto al valor de empresa en marcha de una compañía, que es la cantidad de dinero por la que se puede vender la empresa como un negocio en operación continua.

Las compañías en operación capaces de generar flujos de efectivo positivos para los inversionistas. En algunos casos donde esta suposición no es apropiada (como en un proceso de bancarrota), el valor de liquidación de la empresa tendrá un papel importante al determinar el precio de los valores financieros de la compañía.

4.3.2 Valor en libros contra valor de mercado

El valor en libros de un bien es el valor contable de (mercado): el costo del bien menos la depreciación acumulada. Por otro lado, el valor en libros de una empresa es igual a la diferencia en dólares (bolivianos/euros) entre los bienes totales de la empresa y sus pasivos y acciones preferenciales según aparecen listados en los estados financieros. Puesto que el valor en libros se basa en los valores históricos, puede tener muy poca relación con el valor de mercado de un bien o una empresa.

En general, el valor de mercado de un bien es simplemente el precio de mercado al que el bien (o bienes similares) se comercian en el mercado abierto. Para una empresa, el valor de mercado con frecuencia se ve como más alto que el de liquidación o el valor de la empresa en marcha.

4.3.3 Valor de mercado contra valor intrínseco

El valor intrínseco de una acción o bono, por otro lado, es el precio que el valor razonable que debería tener en cuenta si fuera el precio adecuado basado en todos los factores relevantes para la valuación, como activos, utilidades, prospectos futuros, administración y otros. En resumen, el valor intrínseco de acciones y bonos es su valor económico. Si los mercados son razonablemente eficientes y están informados, el precio de mercado actual de un valor debe fluctuar alrededor de su valor intrínseco. El enfoque de valuación de este capítulo es el de determinar el valor intrínseco de una acción o bono; es decir, el valor que debe tener con base en hechos ineludibles. Este valor es el valor presente de la secuencia de flujo de efectivo proporcionado al inversionista, descontado a una tasa de rendimiento requerida, acorde con el riesgo implicado.

4.4 Riesgos asociados a la actividad de la empresa

La actividad del entretenimiento está fuertemente asociada a las libertades de las personas para tener movilidad de desplazamiento de un lugar a otro sin escatimar, el año 2020 fue bastante complicado en este aspecto y al presente dejó sus secuelas donde no se pudo restablecer al ciento por ciento, es así que se mencionan algunos riesgos inherentes a esta actividad para su toma de decisiones. A continuación se mencionan algunos riesgos asociados a la actividad económica de la firma.

Riesgo de la competencia, es existente la rivalidad entre las empresas del mismo rubro, en tratar de ofrecer un mejor servicio al espectador. La ciudad de La Paz se ha extendido a lo largo y ancho de su territorio y la migración de habitantes del área rural a la ciudad, sin embargo el público para estos centros de entretenimiento está vigente a pesar de las dificultades vividas por el Covid 19. A su vez esta expansión demográfica hace que exista una sensación de que no exista esa competencia feroz, porque el público es heterogéneo y existe cierta fidelidad. El público que asiste a la empresa de la competencia principalmente se encuentra en la zona sur de la ciudad donde no implica que exista movilidad de acceso a cualquier centro de divertimento.

El otro competidor de las nuevas tendencias son las tecnologías y las sociedades digitales, básicamente los denominados streamings²³. El concepto es prácticamente nuevo y este servicio es un medio de enviar y recibir datos (como audio y vídeo) en un flujo continuo a través de una red (internet). Esto permite que la reproducción comience mientras se envía el resto de datos, la única condición es que siempre se disponga de una conexión a internet fiable, un dispositivo (inteligente) podrá reproducir cualquier material disponible. Esta competencia borra las barreras de servicios tradicionales y están disponibles en tiempo real (al momento de la conexión de internet).

Riesgo de la informalidad, en este aspecto se podría nombrar a la piratería que va asociado a una competencia desleal y sin comparación. Por su parte todas las empresas que se establecen dentro de la formalidad, pagan impuestos, generan empleo directo e indirecto, colaboran en generar una responsabilidad social corporativa y generan movimiento económico formal que dinamiza un país.

Riesgo político – social, La Paz al ser sede de gobierno tiene una actividad intensa en cuanto a protestas sociales – políticas. El funcionamiento de actividades

²³ Este tipo de servicio de entretenimiento siendo relativamente más económico con programas por catálogo de películas sin publicidad, programas de televisión (actual y antiguos), especiales proveniente de alguna plataforma como por ejemplo: NETFLIX, AMAZON PRIME, etc.

de esparcimiento²⁴, es una de las actividades que se restringe con este tipo de acontecimientos.

4.5 Elementos para la valuación de empresas en economías emergentes

En todo ámbito y específicamente en las finanzas, la información es una herramienta clave esta tiene que ser clara, veraz, precisa y oportuna es la que hace la diferencia, en el proceso de toma de decisiones como por ejemplo: el caso de hacer fusiones o la separación de rubros (divisiones), capitalizaciones y otras que determinaran el momento de la firma.

Por lo general el proceso de valuación de una compañía comienza con el análisis de la información histórica disponible. Es importante analizar el grado de homogeneidad del ambiente en el que se ha desempeñado la compañía durante el “horizonte de la memoria” antes que analizar un período histórico muy largo (Lopez 2010).

La falta de valores de mercado es el caso general y no un caso en particular en la valuación en mercados emergentes; la mayoría de las transacciones involucran empresas sin cotización pública (López 2010). La imposibilidad de observar directamente un coeficiente *Beta* ha condicionado a utilizar un coeficiente “Beta comparable” que sea lo más cercano a la realidad, procurando un mayor acercamiento a la veracidad.

El procedimiento consiste en identificar empresas similares a la firma “objetivo”, con cotización de sus acciones en mercados de capitales desarrollados, generalmente compañías listadas en la Bolsa de Estados Unidos y otros organismos que se hacen este tipo de ejercicio, que se desempeñen en el mismo sector²⁵. Generalmente, se arma un set de compañías y luego el Beta promedio del set es desapalancado, utilizando la estructura de capital y la tasa marginal de impuesto a las ganancias (Lopez 2010).

Las economías de los mercados emergentes por lo general no cotizan acciones en bolsa o en alguna forma alternativa, además se tiene poco movimiento y carecen de la información. Sin embargo es necesario costear el capital en economías emergentes, para eso se incorporan dos elementos adicionales al

²⁴ A comienzos del 2020 se tuvo el Riesgo de salud pública, siendo esta de riesgo mundial, los confinamientos y demás restricciones limitaron las actividades económicas de servicios y el entretenimiento – ocio son las últimas actividades en poder reactivarse, por lo que implica que los clientes son todo tipo de personas (naturales).

²⁵ Los Betas que se observan directamente, en general, son de compañías que tienen deuda financiera y por lo tanto, son apalancados. Solamente se puede observar directamente un Beta desapalancado cuando la compañía no tiene deuda financiera.

modelo original CAPM, estos elementos son: un beta ajustado y la prima de riesgo del país (Carrazana 2014).

Usualmente, el proceso de una valoración de una compañía comienza con el análisis de la información histórica contenida en los estados financieros. Lo importante es analizar el grado de homogeneidad del ambiente en el que se ha desempeñado la compañía durante el “horizonte de la memoria” antes que analizar un período histórico muy largo (López 2010). Los ciclos que se da en la vida económica a nivel macroeconómico pueden tener un impacto no recurrente, a nivel empresarial se debe tener en cuenta un análisis de los indicadores de la unidad económica como: ventas, gastos, márgenes de utilidad, rotación de créditos y otros.

4.6 Determinación del costo de capital

La relación de mercado en la mayoría de las transacciones de compraventa en mercados emergentes se realizan con empresas de capital cerrado²⁶, un problema recurrente es la ausencia de valores de mercado, siendo estos necesarios para poder estimar un coeficiente Beta (sin recurrir a los betas comparables) y utilizar el modelo CAPM. A su vez, si ha de calcularse un WACC, también se requieren valores de mercado para la deuda financiera²⁷ (Lopez 2010), para este tipo de economías se tiene que buscar algunas alternativas adicionales.

A continuación se determinara el costo de la deuda y el costo de capital para la empresa objetivo.

4.6.1 Costo de la deuda

Cuando se recurre a fondos ajenos para la puesta en marcha de un proyecto o se requiere hacer nuevas inversiones, se tiene que contemplar que el costo de los mismos puede variar de acuerdo a si se toman los mismos como deuda con terceros (para ejemplificar con la banca), en otro caso mediante una emisión de bonos u obligaciones negociables, el tipo de moneda, como es el caso de países en desarrollo, etc. En cualquier caso, el costo de la fuente elegida deberá siempre medirse, como ya se indicó, después de impuestos (Albornoz 2012).

El costo de la deuda (K_d) tiene la siguiente relación:

²⁶ Para el caso boliviano un Fondo Cerrado de Inversión es cuando el patrimonio, plazo de vida y número de Cuotas, comúnmente es fijo. Adicionalmente, las cuotas de participación no son directamente redimibles por el Fondo salvo situaciones previstas internamente. Un número fijo de Cuotas se emite y oferta en el mercado primario (primera venta o colocación) para lograr determinado patrimonio que permita operar al fondo de acuerdo a sus objetivos (ASFI – Fondos de inversión cerrados).

²⁷ Si las obligaciones de la compañía cotizan cerca de su valor, suele utilizarse como aproximación el valor de libros de la deuda financiera.

$$k_d = rd(1 - T) + r_p$$

Dónde: rd = costo de la deuda 12%

T = es la alícuota impositiva 25%

r_p = riesgo país 5.41%

El costo de la deuda es: $k_d = 12\% (1 - 0.25) + 5.41\%$

$$k_d = 14.41\%$$

El costo de la deuda para MULTICINE es 14,41% a precios de mercado.

4.6.2 Costo del patrimonio

Para hallar el costo del patrimonio de la empresa MULTICINE La Paz, se va a utilizar el modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), el cual permite calcular (estimar) el precio de un activo, pasivo o una cartera de inversiones. Para economías emergentes la ecuación sufre una modificación introduciendo el riesgo país, este modelo fue pensado para economías desarrolladas pero, esta inclusión la hace muy efectiva para una economía como la boliviana, esta relación expresa lo siguiente:

Dónde:

Cuadro N° 9:
Parámetros utilizados para la aplicación del CAPM

Variable	Descripción	Símbolo	Indicador
Bonos TGN Bolivia	Bonos a 15 años 2019	r_f	4.8%
Tasa de rentabilidad esperada del mercado	Tasa de crecimiento que la empresa espera obtener	r_m	7%
Beta apalancada sector entretenimiento de los países emergentes.	Para este análisis se ha utilizado el beta apalancado calculado por Damodaran ²⁸ año 2019	β_u	1.43
Prima de riesgo ²⁹ país Bolivia (2019)	La prima de riesgo ³⁰ es la rentabilidad que exigen los inversores a un país para comprar su deuda soberana en comparación con la que exigen a otros países.	r_p	5.41%

Nota: elaboración propia en base a información de la empresa.

²⁸ Aswath Damodaran es profesor de finanzas en la *Stern School of Business* de la Universidad de Nueva York, donde enseña finanzas corporativas y valoración de acciones. En el siguiente sitio web creado por Aswath Damodaran comparte información financiera encontrando los valores betas por región, país, sector y más: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

²⁹ Riesgo país: son las condiciones internas que se dan al interior de cada país y que obedecen a una multiplicidad de factores que se combinan para generar ciertos rasgos que sirven como indicadores de una mayor o menor presencia de volatilidad en el país indicado (Albornoz 2012).

³⁰ <https://www.invenomica.com.ar/riesgo-pais-emb-i-america-latina-serie-historica/>.

$$k_e = r_f + \beta_u(r_m - r_f) + r_p$$

El costo de patrimonio para MULTICINE bajo el modelo CAMP es:

$$k_e = 4,8\% + 1.43 * (7\% - 4.8\%) + 5.41\%$$

$$k_e = 13,36\%$$

Mediante el modelo CAPM para MULTICINE La Paz es del 13,36%.

4.7 Determinando el cálculo de la WACC

Para el caso de la evidencia empírica se va a utilizar el Costo Medio Ponderado de Capital (WACC Weighted average cost of capital) para determinar el valor de la empresa (como un activo), este método implica que toda firma este ajustado al costo promedio ponderado de su deuda y patrimonio. En otras palabras el financiamiento con el cual está en el mercado, esto ocurre con cualquier empresa, está en función en la composición entre la deuda y el patrimonio que se usa para la financiación de los activos, esto se conoce como la estructura de capital (Diez 2016).

La suma Deuda - Patrimonio, representa el valor total de mercado de la empresa, donde el Patrimonio (Equity) representa el valor de mercado de las acciones y D el valor de mercado de la deuda. En la fórmula, k_d representa el costo de la deuda después de impuestos y k_e el costo del capital propio. El costo de la deuda ha sido ajustado por impuestos (t = tasa de impuesto a las ganancias) para reflejar el ahorro fiscal (López 2011).

Para determinar el valor del WACC para MULTICINE La Paz se aplica la siguiente relación:

$$WACC = \frac{\text{Patrimonio}}{\text{Deuda} + \text{Patrimonio}} \times k_e + \frac{\text{Deuda}}{\text{Deuda} + \text{Patrimonio}} \times k_d(1 - T)$$

$$WACC = \%E \times k_e + \%D \times k_d(1 - T)$$

$$WACC = 0.1336 * 0.3313 + 0.6687 * 0.1441 * (1 - 0.25)$$

$$WACC = 0.1165 \rightarrow 11,65\%$$

La combinación de financiamiento entre recursos propios y deuda genera un Costo Medio Ponderado de Capital, de 11,65%.

4.8 Cálculos alternativas de Costo del Patrimonio

Existe para ciertas economías (mercados emergentes) un riesgo de exposición al riesgo país, así también las empresas de estas economías estén expuestas a esta clase de circunstancias, se podría decir que existe una condición especial para el ajuste del costo de patrimonio, siendo una aproximación porque no se tienen mercado de capitales maduros en estas economías, Damodoran propone de 3 formas³¹ para determinar alternativamente el tratamiento en estos mercados y poder encontrar el costo de capital que sea mas cercano a la realidad de esos mercados. En el siguiente cuadro se incorporan algunas variables adicionales para el cálculo:

Cuadro N° 10:
Parámetros complementarios (Costo del capital)

Variable	Descripción	Símbolo	Valor
Tasa de riesgo <i>premium</i> (prima de riesgo de mercado)	Es la rentabilidad que el inversionista desea exigir al rendimiento de su inversión	R_{pm}	3.55%
Prima de riesgo de acciones de mercados maduros (Equity Risk Premium)	Este indicador es una derivación de del mercado de EE. UU. Esa diferencia se convierte en la extensión del país.	Pr_M	8.75%
Lambda	Prima de riesgo país	λ	5.41%

Nota: elaboración propia en base a información de la empresa.

Texto 1: ambas variables son calculadas por A. Damodoran³² (si se desea revisar la metodología de cálculo están en el anexo 2).

Texto 2: los coeficientes por Primas de riesgo país y la prima de riesgo de acciones de mercados maduros calculados por Damodoran están en el anexo 3.

A continuación se muestra el cálculo de estas alternativas del costo del patrimonio (ver página siguiente):

La opción 1 muestra la forma más utilizada y menos efectiva para enfrentar el riesgo país, en este caso es agregar la prima de riesgo país al costo de capital para cualquier firma en un mercado emergente

La opción 2 en si representa la medida que el beta mida la exposición a todos los demás riesgos, este enfoque funcionará razonablemente mejor si el factor beta está ajustada por los 2 variables en cuestión.

³¹ Damodoran 2019

³² Estos indicadores tienen de base los índices Moody's y Standard & Poor's. Ambas empresas son calificadoras de riesgo estadounidenses. Moody's realiza la investigación financiera internacional y el análisis de las entidades comerciales y gubernamentales. Standard & Poor's publica informes sobre investigación financiera y análisis de acciones y bonos.

La opción 3 expone el tratamiento de riesgo en países esta se trata por separado el componente del riesgo del componente beta.

Cuadro N° 11:
Alternativas de cálculo del costo del patrimonio

Opción	Alternativa	Formulación	Resultado
1	La desventaja de este enfoque es que se juzga a todas las compañías por igual, en países con el mismo estándar asumiendo que en todos estos países están expuestos a un riesgo país de similar magnitud.	$k_e = r_f + R_{pm} + \beta(Pr_M)$ $= 4,8\% + 3.55\% + 1.43(8.75\%)$	$k_e = 20.86\%$
2	Sin embargo si la exposición al riesgo país es diferente a la tasa de crecimiento de la economía (macro) este enfoque fallará.	$k_e = r_f + \beta(Pr_M + R_{pm})$ $= 4,8\% + 1.43(3.55\% + 8.75\%)$	$k_e = 22,39\%$
3	a) permite mostrar la realidad que hay diferencias significantes en países expuestos con riesgo país entre empresas y b) permite no solo incorporar el riesgo país en costo de capital en un mercado	$k_e = r_f + \beta * (Pr_M) + \lambda * R_{pm}$ $= 4,8\% + (1.43 * 8.75\%) + 5.41\% * 3.55\%$	$k_e = 17.50\%$

Nota: elaboración propia en base a información de la empresa.

La intención de tener esta variedad de alternativas se justifica en poder utilizar como escenarios alternativos al cálculo inicial y poder contrastar con la realidad de la compañía (mercado) y del escenario coyuntural de la economía, respecto a los requerimientos de la inversores o de los socios que estén dispuestos a invertir, es de esta manera que el costo del patrimonio para MULTICINE La Paz es de 22,39% de exigibilidad a la inversión, como la versión más optimista por parte de los accionistas.

No siempre se tiene que dar esta figura pero cualquier accionista o socio intentara que su inversión le genere el máximo de retorno.

4.9 Flujo de Caja Libre Descontado

El flujo de caja es la diferencia entre ingresos y egresos de una unidad económica que se producen en un determinado tiempo. Por lo general el flujo de caja se construye en base a lo que efectivamente entra y sale de la empresa, es por esto que difiere de la contabilidad³³. En el método del descuento de flujo de efectivo se realiza una proyección explícita durante un cierto número de años, donde se

³³ Que utiliza el principio contable de devengado que registra los ingresos y egresos al momento de producirse la transacción, es decir, éstos hayan sido o no percibidos o pagados.

asumen ciertas hipótesis en torno a la evolución de las ventas, resultados y cambios en los requerimientos del capital de trabajo y de los activos fijos que son necesarios para producir esas ventas (Lopez 2010).

De esta forma, el valor de la firma, más allá del período T, es el mismo que resulta de calcular la perpetuidad del FCF en el período T + 1 (el año siguiente al período T) y luego descontarlo hasta el presente. El valor continuo o terminal (Vc) es luego el valor presente de los flujos de efectivo perpetuos, que comienzan un año después de la fecha definida como fin del período de proyección implícito. A continuación se muestra la proyección del flujo de caja libre:

Cuadro N° 12:
Proyección del flujo de caja libre
(En miles de bolivianos)

	Año Presente 19	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Activo Corriente	35,993,882	14,397,553	21,596,329	38,873,393	69,972,107	87,465,134	78,718,620
Inversiones (VAR)	36,065,255						
Total Pasivo	151,766,540						
Pasivo Corriente	141,280,312	70,640,156	105,960,234	79,470,176	103,311,228	82,648,983	99,178,779
Util antes de intereses	8,707,406	2,612,222	3,004,055	3,604,866	4,506,082	4,866,569	5,401,892
Impuesto UE	25%						
Ganancia Oper DT		1,959,166	2,253,041	2,703,649	3,379,562	3,649,927	4,051,419
Depreciación	7,353,790	6,250,721	6,813,286	7,494,615	8,094,184	8,256,068	7,595,582
Flujo de caja Libre		8,209,887	9,066,327	10,198,264	11,473,746	11,905,994	11,647,001

Nota: elaboración propia en base a información de la empresa.

Los flujos de caja libre proyectados son los flujos que esperaría obtener la empresa, después de sus obligaciones tributarias y con terceros, además de sus planes de inversión futura.

El siguiente cuadro muestra el costo de capital con las variantes calculadas, el factor de descuento con las variantes del ke calculadas y el valor económico de la empresa con los diferentes tasas de descuento para un momento dado del tiempo.

El factor de descuento es el ratio incluido el WACC (21%) para traducir el valor del dinero al presente ejemplo el año 2022 el FCL es BS.10.198.264 millones, ese mismo monto a valor presente resultará BS.5.756.654 significando el 56.45% de su valor, demostrando que a menudo que pase el tiempo el dinero pierde su valor.

Cuadro N° 13:
Costo del Patrimonio y factor de descuento
(En porcentaje y en bolivianos)

Costo del patrimonio	Factor de descuento						
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	
Costo promedio ponderado de capital	11.65%	0.8957	0.8022	0.7185	0.6435	0.5764	0.5162
Ke1	20.86%	0.8274	0.6846	0.5664	0.4686	0.3877	0.3208
Ke2	22.39%	0.8171	0.6676	0.5455	0.4457	0.3642	0.2975
Ke3	17.50%	0.8510	0.7243	0.6164	0.5245	0.4464	0.3799
VP X FCF=CPCC		7,353,236	7,273,006	7,327,403	7,383,637	6,862,337	54,190,744
VP KE1		6,792,750	6,206,521	5,776,324	5,376,986	4,616,446	33,676,585
VP KE2		6,708,027	6,052,665	5,562,872	5,113,705	4,335,645	31,233,680
VP KE3		6,986,867	6,566,319	6,285,823	6,018,474	5,314,864	39,879,460
VAN	90,390,362						
VAN E1	62,445,612						
VAN E2	59,006,595						
VAN E3	71,051,808						
Intereses de la deuda	4,966,393						

Nota: elaboración propia en base a información de la empresa.

El valor actual como empresario que asumiría a valor presente es de 35.597.069 millones de bolivianos.

4.10 Valor económico del patrimonio

La cuantificación del valor económico del patrimonio se muestra a continuación:

$$\text{Patrimonio} = \text{VAN} - \text{Deuda}$$

La deuda de las empresas son los intereses de la deuda que se pagan cada gestión. El patrimonio con la deuda incluida hace de a:

Cuadro N° 14:
Valor económico del patrimonio
(En millones de bolivianos)

VAN - Deuda	57,158,202
VAN E1 - Deuda	57,479,220
VAN E2 - Deuda	54,040,202
VAN E3 - Deuda	66,085,415

Nota: elaboración propia en base a información de la empresa.

Cifras obtenidas con los diferentes valores calculados.

4.11 Valor de la empresa

Existen dos formas de determinar el valor económico de las firmas:

- i) Para empresas de vida útil finitas, en otras palabras con un tiempo de vida.

$$ValorE^of = -FCD_0 + \sum_{i=1}^t \frac{FDC_i}{(1+d)^i}$$

Es el FCD inicial o actual, donde el tiempo t es de 5, 10 o los años de vida útil de la empresa, más la sumatoria de los flujos de caja descontados a una tasa de descuento, donde esta puede ser la tasa WACC o alguna tasa representativa.

- ii) La siguiente forma es para empresas de tiempo perpetua o con vida útil permanente:

$$ValorE^op = -FCD_0 + \frac{FDC}{d}$$

Es el FDC inicial, donde el segundo factor en términos prácticos no tendría solución siendo que se debería calcular un sinfín de flujos de caja y en este caso se debe definir un solo FDC tipo, bajo el supuesto que este valor se podrá ir repitiendo indefinidamente, en otras palabras es el cálculo del Valor presente como si se tratara de una renta perpetua dividida entre la tasa de descuento definida por la empresa.

La empresa MULTICINE La Paz no tiene en sus planes cerrar, la empresa tienen previsto continuar los siguientes años a pesar que las proyecciones solamente se hicieron para cinco gestiones, por ende el valor final en este caso no existiría, la política de la empresa solo podría capitalizarse o fusionar más adelante.

Con la expresión para empresas de vida perpetua se tiene el siguiente cálculo del valor de la empresa:

$$ValorE^op = -FCD_0 + \frac{FDC}{d}$$

Por ejemplo se van a tomar los datos como flujo de caja del año cero se toma la deuda de la empresa y el flujo de caja del año 2025 como si fuera una perpetuidad, tomando un crecimiento de la empresa del 5% y una tasa de descuento WACC del 11.65%

$$\text{ValorE}^{\circ}p = -138,553,953.77 + \frac{104,972,969}{0.1165}$$

$$\text{ValorE}^{\circ}p = 762.501.572 \text{ Bs.}$$

Haciendo la conversión a moneda extranjera en dólares americanos resultaría que la empresa está valuada en 109.397.643 millones de dólares.

En el siguiente apartado se muestran las conclusiones del presente documento de investigación y algunas sugerencias más que recomendaciones que emanan del estudio.

Capítulo 5

Conclusiones y sugerencias

En el capítulo anterior se determina el valor económico de la Empresa MULTICINE La Paz., mediante una de las metodologías de valoración de empresas en este caso el método de flujos descontados y determinando el costo medio ponderado de capital (WACC). A continuación se repasan las principales conclusiones a las que llega este documento de estudio y más adelante se plantearán algunas sugerencias más que recomendaciones.

5.1 Conclusiones

- ✓ Partiendo de un análisis estático bajo el enfoque Dupont entre las gestiones 2018 y 2019 se sintetiza que el ROE extendido da como rentabilidad superior al 18% el año 2019 y comparando una gestión anterior fue algo más elevada con 19.7%, donde se impulsaron inversiones para el año 2019 y en consecuencia su nivel de ingresos disminuyeron escasamente. Esta rentabilidad esta en términos absolutos y si se haría una analogía a alguna unidad monetaria se podría decir que por cada dólar invertido, su retorno es de 18 centavos de dólar.
- ✓ Las ventas (ingresos) de la empresa en estos años tienen una tendencia creciente, a pesar que entre los años 2016 - 2018 estuvieron en una meseta para luego incrementarse. Los costos tienen un comportamiento similar a las ventas llegando a una cima en los mismos años señalados y estas posteriormente se incrementan para el año 2019.
- ✓ Las inversiones más robustas realizan con cierta periodicidad (intervalos), pero estas se mantienen en el tiempo, entre el 2011 - 2013 estas fueron similares. Los años que se hicieron inyecciones de capital fueron las gestiones 2013 y 2016, a su vez los años siguientes se hacen inversiones pero no en la velocidad de las anteriores. La utilidad de la empresa entre el 2014 y 2016 fueron bastante interesantes, posterior a esos años también se generaron utilidades aunque con un descenso moderado. El año 2013 se produjo un descenso bastante marcado.
- ✓ La proyección de los flujos de fondos futuros está basada en el análisis del entorno económico, financiero y empresarial de MULTICINE La Paz, respecto a su posición financiera.
- ✓ Su estructura financiera está caracterizada por tener una relación deuda/patrimonio en promedio mayor a 2/1 que tiene que ver con la

necesidad de evitar tener capacidad ociosa en sus instalaciones. En lo referente a las ventas se observa que crecieron sostenidamente desde la creación de la empresa y las expectativas siguen siendo optimistas pues en los últimos años se realizaron inversiones para atrás más público y para modernizar sus instalaciones.

- ✓ La determinación del costo de capital para MULTICINE La Paz mediante el modelo CAPM para MULTICINE La Paz es del 13,36.
- ✓ Se determinó que el costo de la deuda es de 14,41%
- ✓ La combinación de financiamiento entre recursos propios y deuda genera el Costo Medio Ponderado de Capital (WACC), que para el MULTICINE La Paz es del 11.65%.
- ✓ Se derivaron los cálculos del costo del patrimonio con el trabajo de Damodoran incluyendo parámetros no vistos en la teoría de capitales, esta evidencia se extrajo de documentos para economías en desarrollo que podrían emularse para la economía boliviana en valoración de empresas.
- ✓ El valor económico de MULTICINE La Paz es de 109.397.643 millones de dólares, a una tasa WACC de 11.65%.

5.2 Recomendaciones

Entre las principales recomendaciones se pueden mencionar las siguientes:

- ❖ Las limitaciones para la aplicación de las distintas metodologías y particularmente la utilizada en este trabajo (la valuación por flujo de fondos descontados) tiene que ver con la falta de información y la poca actividad en los mercados de valores en las economías emergentes y más en la economía boliviana, volcando la óptica esto puede transformarse en una ventaja al momento de valorar, pues obliga al analista a volcar su atención sobre distintas variables y fuentes de información, de manera que conoce de donde proviene la información sobre la que se realiza el análisis y valuación.
- ❖ Uno de los factores más importantes al momento de realizar una valoración por el método de descuento de flujo de fondos, es el cálculo de la tasa de descuento, teniendo en cuenta de las variables que lo componen, donde los mercados son dinámicos y los valores de estas parámetros cambian, una variación dependiendo de la magnitud afectaría el resultado final, por lo tanto se recomienda tanto a los inversionistas como a los dueños de la

empresa, analizar los criterios usados en el presenta trabajo, principalmente en este punto.

- ❖ El análisis de la tasa de descuento es crucial en la evaluación, mostrando la evidencia empírica en este documento es lo más prudente hacer el ejercicio a precios de mercado, en otras palabras utilizando los parámetros que validen el análisis en economías en desarrollo.
- ❖ Finalmente se recomienda a la empresa desarrollar un análisis de escenarios utilizando otros métodos de valoración, a su vez desarrollar un análisis de sensibilidad en cuanto a los criterios de pronósticos usados en el presente trabajo para entender cuál sería el valor de la empresa en diferentes métodos.

Llevar a cabo el presente trabajo permitió entender algo más de las finanzas corporativas en general y conocer las debilidades de la aplicación de los métodos de valuación de empresas en economías emergentes, además de investigar casos prácticos y distintas fuentes de información sobre los mercados de capitales en las economías latinoamericanas, donde Chile está liderando este tipo de investigaciones en finanzas aplicadas.

Bibliografía consultada

- Albornoz C. H (2012). *Gestión financiera de las organizaciones: algunos elementos prácticos*, (1a ed.) Eudeba. Universidad de Buenos Aires. https://www.academia.edu/37058875/edoc_site_gestion_financiera_de_las_organizaciones_1_pdf
- Bertazza H. (2018). Mercado de capitales y financiero *Cuadernos profesionales, economía y finanzas 99*.
- Bravo O. S. (2004). El costo de capital en sectores regulados y mercados emergentes: Metodología y casos aplicativos. *Serie Documentos de Trabajo 13*.
- Bravo³⁴ O. S. (2008). Teoría financiera y costo de capital. ESAN. Drive libro: https://drive.google.com/drive/folders/1UCGycRi42JfPAp_0Fvi2uVY4ozt_IdhO?usp=sharing. <https://platinumeditorial.platinummarket.com/>
- Bruner R, Conroy R, Estrada J., Kritzman M., Li W. (2002). Introduction to Valuation in Emerging Markets (Introducción a la valoración en mercados emergentes). *Emerging Markets Review 3. 310–324. Elsevier Science B.V.*
- Carrazana R. A. (2014). *Valuación de una empresa boliviana: Industrias de Aceite S.A.* [Tesis de Maestría] Universidad Nacional de Córdoba. <https://rdu.unc.edu.ar/bitstream/handle/11086/2216/Carrazana%20Rivera%20C%20Andrea.%20Valuaci%C3%B3n%20de%20una%20empresa%20boliviana.%20Industria%20de%20aceite%20S.A..pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Cayon F. E. (2003) Et. Al. *Técnicas modernas de gestión financiera - Curso introductorio*. Pontificia Universidad Javeriana. <https://docplayer.es/4327393-Tecnicas-modernas-de-gestion-financiera.html>
- Comun T. L. y Huaman O. P. (2019). *Adaptación del Modelo CAPM en Mercados Emergentes* (Trabajo de suficiencia profesional). Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas. <https://docplayer.es/187643630-Adaptacion-del-modelo-capm-en-mercados-emergentes.html>
- Diez F. S. (2016, julio- septiembre). Metodología de cálculo del costo promedio ponderado de capital en el modelo del WACC. *Revista Empresarial, ICE-FEE-UCSG, 10 (3), 1-13*.
- Damodaran Aswath (2009). *Volatility Rules: Valuing Emerging Markets Companies (Reglas de volatilidad: valoración de empresas de mercados emergentes)*. Stern School of Business <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/emergmkts.pdf>
Damodaran Online <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Revisado entre marzo y junio 2022 (varias versiones y años), https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.htm
|

³⁴ Bibliografía solicitada directamente mediante correo electrónico a Bravo O.

- <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/papers/riskprem.pdf>
- Damodaran A. (consultado entre 2021 - 2022). *Estimating Equity Risk Premiums* (Estimación de las primas de riesgo de acciones) por Stern School of Business.
- Estupiñán A. - Vargas a. (2018). *Análisis del impacto del escudo fiscal, su incidencia en el valor de las empresas y su estructura de capital: casos Ecopetrol S.A y Grupo Nutresa S.A* (Tesis de Maestría). Universidad Escuela de Economía y Finanzas.
- https://repository.eafit.edu.co/bitstream/handle/10784/12488/Alexandra_Estupi%F1anGarc%EDa_AndreaMarcela_VargasRam%EDrez_2018.pdf;jsessionid=D7D2ADD9ED31F4194D902D9D332ED597?sequence=2
- Fernández P. (2008). Métodos de valoración de empresas. *IESE Business School - Universidad de Navarra*.
- Friedman, M. (1967). *Ensayos de Economía Positiva*, El Ateneo.
- Fuertes A. y Inouye G. (2007) Tasa libre de riesgo y prima por riesgo de mercado en el modelo CAPM Una aproximación para el mercado peruano. *Documentos de Investigación Aplicada. Gerencia Popular S.A. Sociedad Administradora de Fondos de Inversión*. <https://docplayer.es/16255419-Tasa-libre-de-riesgo-y-prima-por-riesgo-de-mercado-en-el-modelo-capm-una-aproximacion-para-el-mercado-peruano.html>
- García R. Á. (2013). *Valoración de empresas. R Cable y Telecomunicaciones de Galicia, S. A* (Tesis de Maestría). Facultad de Economía y Empresa de la Universidad de La Coruña.
- https://ruc.udc.es/dspace/bitstream/handle/2183/10263/Garc%C3%ADaRuiz_%C3%81ngela_TFG_2013.pdf?sequence=2&isAllowed=y
- INVENÓMICA (2016) [invenomica.com](http://www.invenomica.com) (revisado entre abril y junio) <https://www.invenomica.com.ar/riesgo-pais-emb-america-latina-serie-historica/>
- López de la C. D. (2013). *Valoración de una empresa: Grupo IBERDROLA* (Tesis de grado). Universidad Complutense Madrid. <https://eprints.ucm.es/id/eprint/26107/1/TFG13Lopez.pdf>
- Lopez D. G. (2010). *Finanzas corporativas un enfoque latinoamericano* 2da ed. Alfaomega Grupo Editor Argentino
- Maquieira V. C. (2008). *Finanzas Corporativas Teoría y Práctica (versión preliminar)*. Universidad de Chile. Andrés Bello.
- Metro Blog La Paz (consultado en 2020): <https://lapaz.metro-blog.com/hoy-se-inagura-el-multicine-de-la-paz/>
- MULTICINE La Paz (2022). Balance General 2011 - 2019. Estados de Resultados 2011 - 2019. Informes anuales.
- Ponce P., C. R. (2015). "Valoración Económica de la Empresa AUTOMUNDO Bolivia S.R.L.". *Perspectivas*, 18 (35) - mayo 2015. pp. 69-98. Universidad Católica

Boliviana "San Pablo". http://www.scielo.org.bo/scielo.php?pid=S1994-37332015000100004&script=sci_abstract

Quena P. (2015), "El Cine", su desarrollo en Bolivia y en el mundo (consulta realizada entre 2021 - 2022)

Ross S. (2012). *Finanzas corporativas*. McGraw-Hill/Interamericana 9na ed.

Ruff E. C. (2011). *Estructura financiera y costo de capital para la creación de valor de los accionistas en las empresas agroexportadoras de Chile*. [tesis doctoral, Universidad Nacional de Trujillo]. Repositorio UNT. <https://dspace.unitru.edu.pe/bitstream/handle/UNITRU/8186/Tesis%20DoctoradoX%20-%20Claudio%20A.%20Ruff%20Escobar.pdf?sequence=1&isAllowed=y>

Sarmiento R. 2005. *La estructura de financiamiento de las empresas: una evidencia teórica y econométrica para Colombia (1997 - 2004) [Tesis de Grado]*. Pontificia Universidad Javeriana. <https://1library.co/document/zpd2p0rz-estructura-financiamiento-empresas-evidencia-teorica-econometrica-colombia.html>

Van H. J., Wachowicz, J. (2010). *Fundamentos de Administración Financiera* Decimotercera Ed. Pearson Educación.

Vélez P. I. (2002). Costo de capital para firmas no transadas en bolsa. *Revista latinoamericana de administración*, 29, CLADEA. <https://www.redalyc.org/pdf/716/71602904.pdf>

Anexos

Anexo N° 1

Ley de Autoridad de Empresas (AE)

Mediante Decreto Supremo N° 0071 de abril 9 de 2009, el Gobierno Nacional crea, entre otras, la Autoridad de Fiscalización y Control Social de Empresas (AEMP), asumiendo las competencias esta establecidas en la Ley N° 2427 de noviembre 28 de 2002, la Ley N° 2495 de agosto 4 de 2003, el ID: D. S. N° 27203 de octubre 7 de 2003, la Ley N° 3076 de junio 20 de 2005; con el fin d supervisar, controlar y fiscalizar a las empresas 'que desarrollan actividades económicas en el país buscando en el ámbito comercial el cumplimiento del ordenamiento jurídico y financiero en el desarrollo de sus actividades, asimismo regular, promover y resguardar la libre competencia, las relaciones de comercio entre agentes económicos e implementar mecanismos de control y proyectos de responsabilidad social, empresarial y restructuración voluntaria de empresas.

Entidad líder en Fiscalización regulando actividades empresariales en lo relativo a la Defensa de la Competencia, Gobierno Corporativo y Registro de Comercio. Tipos de sociedades fiscalizadas por la AEMP en Bolivia:

- Empresas Unipersonales
- Sociedad colectiva
- Sociedad en comandita simple
- Sociedad de responsabilidad limitada
- Sociedad anónima
- Sociedad en comandita por acciones
- Asociaciones Accidentales o de cuentas en participación

La entidad que regula a las empresas en Bolivia es la Autoridad de Fiscalización de Empresas – AEMP y tiene como atribuciones las siguientes:

- Regular, controlar y supervisar a las personas naturales y jurídicas en lo relativo a registro de comercio. Supervisar el ejercicio de la Responsabilidad Social y Empresarial aplicable a las Sociedades Comerciales, con excepción de aquellas que se encuentran reguladas por otras disposiciones normativas.
- Controlar y determinar la forma de presentación, frecuencia y difusión de los estados contables e informes de auditoría externa de las personas naturales y jurídicas.
- Supervisar, inspeccionar, establecer infracciones, responsabilidades y aplicar sanciones de amonestación escrita, multa, suspensión temporal y cancelación de registro a las personas naturales y jurídicas, de acuerdo a reglamentación.
- Ordenar inspecciones o auditorías a las personas naturales y jurídicas. Existen otras atribuciones más que no se las menciona.

La Autoridad de Fiscalización y Control Social de Empresas (AEMP) de Bolivia, ha establecido en la Resolución No. 25/2017 (una modificación a la Resolución No.99/2016), la obligatoriedad de implementar un Reglamento de Gobierno Corporativo, que será sujeto a fiscalización y sanción.

El objetivo principal de un buen gobierno corporativo es proteger los intereses de la empresa y los socios/accionistas, a través de un manejo transparente de la información. Además, un buen gobierno corporativo genera confianza en los inversores, fortalece la imagen de marca y atrae el talento.

Anexo N° 2

Metodología por Damodoran acerca de las primas de riesgo país y la prima de riesgo de acciones de mercados maduros

En el siguiente apartado se revisa la metodología empleada por Damodoran para el cálculo de la tasa de riesgo Premium y la prima de riesgo de acciones de mercados maduros.

Las últimas calificaciones de bonos y los diferenciales de incumplimiento apropiados para diferentes países. Si bien puede utilizar estas cifras como estimaciones aproximadas de las primas de riesgo del país, es posible que desee modificar las primas para reflejar el riesgo adicional de los mercados de valores. Damodoran obtiene de 2 formas posibles:

- 1) Se utiliza la calificación soberana en moneda local de Moody's³⁵ y estima un margen predeterminado para esa calificación (basado en bonos de países negociados) sobre una tasa de bonos del gobierno libre de incumplimiento. Para países sin calificación de Moody's pero con calificación de S&P, utilizo el equivalente de Moody's a la calificación de S&P. Para obtener los diferenciales predeterminados por calificación soberana, se aplica las diferenciales de *Country Default Spreads*³⁶ (CDS) y calculo el diferencial promedio de CDS por calificación. Usando ese número como base, se extrapola para aquellas calificaciones para las que no se tiene diferenciales de los CDS.
- 2) Con el diferencial de CDS del país, si hay uno disponible, y resto el diferencial de CDS de EE. UU., donde la prima de mercado maduro se deriva del mercado de EE. UU. Esa diferencia se convierte en la extensión del país. Para los pocos países que tienen diferenciales de CDS que son más bajos que los EE. UU., se obtiene un número negativo.

Agregando solo este diferencial predeterminado a la prima del mercado maduro para llegar a la prima de riesgo de capital total. Adicionando un paso más y especialmente a corto plazo, es probable que la prima de riesgo país de renta variable sea mayor que el diferencial de incumplimiento del país. Se puede estimar una prima de riesgo país ajustada multiplicando el diferencial predeterminado por la volatilidad relativa del mercado de acciones para ese mercado aplicando desviaciones estándar [SD] el ratio resultante es la siguiente relación: SD en el mercado de acciones del país/SD en el bono del país.

Dado que los bonos del gobierno no están disponibles ni se negocian en la mayoría de los países, se aproxima la volatilidad relativa del mercado de acciones estimando las desviaciones estándar en dos índices, el índice de acciones de mercados emergentes de S&P (para acciones) y el índice de bonos del gobierno de mercados emergentes de S&P (para bonos del gobierno). Se utiliza ese ratio para todos los países para estimar la prima de riesgo país adicional. Finalmente, se agrega esa prima de riesgo país a la estimación de una prima de riesgo de acciones de mercado maduro, para lo cual se utiliza la prima de riesgo de acciones implícita del S&P 500.

³⁵ Es una organización dedicada a la tratar información financiera mundial para una buena toma de decisiones, dedicado a promover la claridad, el conocimiento y la transparencia en la comunidad global www.moody.com.

³⁶ La equivalencia sería los Márgenes predeterminados del país.

Anexo N° 3

Primas de riesgo país y la prima de riesgo de acciones de mercados maduros

Country	Moody's rating	Rating-based Default Spread	Total Equity Risk Premium	Country Risk Premium	Sovereign CDS, net of US	Total Equity Risk Premium2	Country Risk Premium3
Abu Dhabi	Aa2	0.41%	5.69%	0.49%	0.51%	5.80%	0.60%
Albania	B1	3.76%	9.64%	4.44%	NA	NA	NA
Andorra (Principality of)	Baa2	1.59%	7.08%	1.88%	NA	NA	NA
Angola	B3	5.44%	11.62%	6.42%	4.59%	10.61%	5.41%
Argentina	Caa2	7.53%	14.08%	8.88%	NA	NA	NA
Armenia	Ba3	3.01%	8.75%	3.55%	NA	NA	NA
Aruba	Baa1	1.34%	6.77%	1.57%	NA	NA	NA
Australia	Aaa	0.00%	5.20%	0.00%	0.12%	5.34%	0.14%
Austria	Aa1	0.33%	5.59%	0.39%	0.03%	5.24%	0.04%
Azerbaijan	Ba2	2.51%	8.16%	2.96%	NA	NA	NA
Bahamas	Baa3	1.84%	7.37%	2.17%	NA	NA	NA
Bahrain	B2	4.60%	10.63%	5.43%	2.06%	7.63%	2.43%
Bangladesh	Ba3	3.01%	8.75%	3.55%	NA	NA	NA
Barbados	Caa1	6.27%	12.59%	7.39%	NA	NA	NA
Belarus	B3	5.44%	11.62%	6.42%	NA	NA	NA
Belgium	Aa3	0.51%	5.80%	0.60%	0.12%	5.34%	0.14%
Belize	B3	5.44%	11.62%	6.42%	NA	NA	NA
Benin	B2	4.60%	10.63%	5.43%	NA	NA	NA
Bermuda	A2	0.71%	6.04%	0.84%	NA	NA	NA
Bolivia	Ba3	3.01%	8.75%	3.55%	NA	NA	NA
Bosnia and Herzegovina	B3	5.44%	11.62%	6.42%	NA	NA	NA
Botswana	A2	0.71%	6.04%	0.84%	NA	NA	NA
Brazil	Ba2	2.51%	8.16%	2.96%	1.56%	7.04%	1.84%
Bulgaria	Baa2	1.59%	7.08%	1.88%	0.71%	6.04%	0.84%
Burkina Faso	B2	4.60%	10.63%	5.43%	NA	NA	NA
Cambodia	B2	4.60%	10.63%	5.43%	NA	NA	NA
Cameroon	B2	4.60%	10.63%	5.43%	5.42%	11.59%	6.39%
Canada	Aaa	0.00%	5.20%	0.00%	0.16%	5.39%	0.19%
Cape Verde	B2	4.60%	10.63%	5.43%	NA	NA	NA
Cayman Islands	Aa3	0.51%	5.80%	0.60%	NA	NA	NA
Chile	A1	0.59%	5.89%	0.69%	0.61%	5.92%	0.72%
China	A1	0.59%	5.89%	0.69%	0.54%	5.84%	0.64%
Colombia	Baa2	1.59%	7.08%	1.88%	1.19%	6.60%	1.40%
Congo (Democratic Republic of)	Caa1	6.27%	12.59%	7.39%	NA	NA	NA
Congo (Republic of)	Caa2	7.53%	14.08%	8.88%	NA	NA	NA
Cook Islands	B1	3.76%	9.64%	4.44%	NA	NA	NA
Costa Rica	B1	3.76%	9.64%	4.44%	3.53%	9.36%	4.16%
Côte d'Ivoire	Ba3	3.01%	8.75%	3.55%	NA	NA	NA
Croatia	Ba2	2.51%	8.16%	2.96%	1.02%	6.40%	1.20%
Cuba	Caa2	7.53%	14.08%	8.88%	NA	NA	NA
Curacao	Baa1	1.34%	6.77%	1.57%	NA	NA	NA
Cyprus	Ba2	2.51%	8.16%	2.96%	0.92%	6.29%	1.09%

Czech Republic	Aa3	0.51%	5.80%	0.60%	0.41%	5.68%	0.48%
Denmark	Aaa	0.00%	5.20%	0.00%	0.00%	5.20%	0.00%
Dominican Republic	Ba3	3.01%	8.75%	3.55%	NA	NA	NA
Ecuador	B3	5.44%	11.62%	6.42%	NA	NA	NA
Egypt	B2	4.60%	10.63%	5.43%	3.41%	9.22%	4.02%
El Salvador	B3	5.44%	11.62%	6.42%	4.04%	9.97%	4.77%
Estonia	A1	0.59%	5.89%	0.69%	0.54%	5.84%	0.64%
Ethiopia	B1	3.76%	9.64%	4.44%	NA	NA	NA
Fiji	Ba3	3.01%	8.75%	3.55%	NA	NA	NA
Finland	Aa1	0.33%	5.59%	0.39%	0.03%	5.24%	0.04%
France	Aa2	0.41%	5.69%	0.49%	0.15%	5.38%	0.18%
Gabon	Caa1	6.27%	12.59%	7.39%	NA	NA	NA
Georgia	Ba2	2.51%	8.16%	2.96%	NA	NA	NA
Germany	Aaa	0.00%	5.20%	0.00%	0.00%	5.20%	0.00%
Ghana	B3	5.44%	11.62%	6.42%	NA	NA	NA
Greece	B1	3.76%	9.64%	4.44%	1.78%	7.30%	2.10%
Guatemala	Ba1	2.09%	7.66%	2.46%	NA	NA	NA
Guernsey (States of)	Baa1	1.34%	6.77%	1.57%	NA	NA	NA
Honduras	B1	3.76%	9.64%	4.44%	NA	NA	NA
Hong Kong	Aa2	0.41%	5.69%	0.49%	0.37%	5.64%	0.44%
Hungary	Baa3	1.84%	7.37%	2.17%	0.95%	6.32%	1.12%
Iceland	A2	0.71%	6.04%	0.84%	0.75%	6.08%	0.88%
India	Baa2	1.59%	7.08%	1.88%	1.10%	6.50%	1.30%
Indonesia	Baa2	1.59%	7.08%	1.88%	1.17%	6.58%	1.38%
Iraq	Caa1	6.27%	12.59%	7.39%	4.95%	11.04%	5.84%
Ireland	A2	0.71%	6.04%	0.84%	0.16%	5.39%	0.19%
Isle of Man	Aa2	0.41%	5.69%	0.49%	NA	NA	NA
Israel	A1	0.59%	5.89%	0.69%	0.57%	5.87%	0.67%
Italy	Baa3	1.84%	7.37%	2.17%	1.50%	6.97%	1.77%
Jamaica	B2	4.60%	10.63%	5.43%	NA	NA	NA
Japan	A1	0.59%	5.89%	0.69%	0.21%	5.45%	0.25%
Jersey (States of)	A1	0.59%	5.89%	0.69%	NA	NA	NA
Jordan	B1	3.76%	9.64%	4.44%	NA	NA	NA
Kazakhstan	Baa3	1.84%	7.37%	2.17%	0.86%	6.21%	1.01%
Kenya	B2	4.60%	10.63%	5.43%	3.99%	9.91%	4.71%
Korea	Aa2	0.41%	5.69%	0.49%	0.30%	5.55%	0.35%
Kuwait	Aa2	0.41%	5.69%	0.49%	0.56%	5.86%	0.66%
Kyrgyzstan	B2	4.60%	10.63%	5.43%	NA	NA	NA
Latvia	A3	1.00%	6.38%	1.18%	0.80%	6.14%	0.94%
Lebanon	Caa2	7.53%	14.08%	8.88%	NA	NA	NA
Liechtenstein	Aaa	0.00%	5.20%	0.00%	NA	NA	NA
Lithuania	A3	1.00%	6.38%	1.18%	0.69%	6.01%	0.81%
Luxembourg	Aaa	0.00%	5.20%	0.00%	NA	NA	NA
Macao	Aa3	0.51%	5.80%	0.60%	NA	NA	NA
Macedonia	Ba3	3.01%	8.75%	3.55%	NA	NA	NA

Malaysia	A3	1.00%	6.38%	1.18%	0.61%	5.92%	0.72%
Maldives	B2	4.60%	10.63%	5.43%	NA	NA	NA
Mali	B3	5.44%	11.62%	6.42%	NA	NA	NA
Malta	A2	0.71%	6.04%	0.84%	NA	NA	NA
Mauritius	Baa1	1.34%	6.77%	1.57%	NA	NA	NA
Mexico	A3	1.00%	6.38%	1.18%	1.22%	6.64%	1.44%
Moldova	B3	5.44%	11.62%	6.42%	NA	NA	NA
Mongolia	B3	5.44%	11.62%	6.42%	NA	NA	NA
Montenegro	B1	3.76%	9.64%	4.44%	NA	NA	NA
Montserrat	Baa3	1.84%	7.37%	2.17%	NA	NA	NA
Morocco	Ba1	2.09%	7.66%	2.46%	1.08%	6.47%	1.27%
Mozambique	Caa2	7.53%	14.08%	8.88%	NA	NA	NA
Namibia	Ba2	2.51%	8.16%	2.96%	NA	NA	NA
Netherlands	Aaa	0.00%	5.20%	0.00%	0.04%	5.25%	0.05%
New Zealand	Aaa	0.00%	5.20%	0.00%	0.15%	5.38%	0.18%
Nicaragua	B2	4.60%	10.63%	5.43%	NA	NA	NA
Niger	B3	5.44%	11.62%	6.42%	NA	NA	NA
Nigeria	B2	4.60%	10.63%	5.43%	3.92%	9.82%	4.62%
Norway	Aaa	0.00%	5.20%	0.00%	0.04%	5.25%	0.05%
Oman	Ba1	2.09%	7.66%	2.46%	2.74%	8.43%	3.23%
Pakistan	B3	5.44%	11.62%	6.42%	4.48%	10.48%	5.28%
Panama	Baa1	1.34%	6.77%	1.57%	0.67%	5.99%	0.79%
Papua New Guinea	B2	4.60%	10.63%	5.43%	NA	NA	NA
Paraguay	Ba1	2.09%	7.66%	2.46%	NA	NA	NA
Peru	A3	1.00%	6.38%	1.18%	0.71%	6.04%	0.84%
Philippines	Baa2	1.59%	7.08%	1.88%	0.58%	5.88%	0.68%
Poland	A2	0.71%	6.04%	0.84%	0.72%	6.05%	0.85%
Portugal	Baa3	1.84%	7.37%	2.17%	0.50%	5.79%	0.59%
Qatar	Aa3	0.51%	5.80%	0.60%	0.54%	5.84%	0.64%
Ras Al Khaimah (Emirate of)	Caa1	6.27%	12.59%	7.39%	NA	NA	NA
Romania	Baa3	1.84%	7.37%	2.17%	1.02%	6.40%	1.20%
Russia	Baa3	1.84%	7.37%	2.17%	0.88%	6.24%	1.04%
Rwanda	B2	4.60%	10.63%	5.43%	2.98%	8.72%	3.52%
Saudi Arabia	A1	0.59%	5.89%	0.69%	0.85%	6.20%	1.00%
Senegal	Ba3	3.01%	8.75%	3.55%	2.60%	8.27%	3.07%
Serbia	Ba3	3.01%	8.75%	3.55%	1.10%	6.50%	1.30%
Sharjah	A3	1.00%	6.38%	1.18%	NA	NA	NA
Singapore	Aaa	0.00%	5.20%	0.00%	NA	NA	NA
Slovakia	A2	0.71%	6.04%	0.84%	0.47%	5.75%	0.55%
Slovenia	Baa1	1.34%	6.77%	1.57%	0.95%	6.32%	1.12%
Solomon Islands	B3	5.44%	11.62%	6.42%	NA	NA	NA
South Africa	Baa3	1.84%	7.37%	2.17%	2.30%	7.91%	2.71%
Spain	Baa1	1.34%	6.77%	1.57%	0.55%	5.85%	0.65%
Sri Lanka	B2	4.60%	10.63%	5.43%	NA	NA	NA

St. Maarten	Baa3	1.84%	7.37%	2.17%	NA	NA	NA
St. Vincent & the Grenadines	B3	5.44%	11.62%	6.42%	NA	NA	NA
Suriname	B2	4.60%	10.63%	5.43%	NA	NA	NA
Swaziland	B2	4.60%	10.63%	5.43%	NA	NA	NA
Sweden	Aaa	0.00%	5.20%	0.00%	0.01%	5.21%	0.01%
Switzerland	Aaa	0.00%	5.20%	0.00%	0.00%	5.20%	0.00%
Taiwan	Aa3	0.51%	5.80%	0.60%	NA	NA	NA
Tajikistan	B3	5.44%	11.62%	6.42%	NA	NA	NA
Tanzania	B1	3.76%	9.64%	4.44%	NA	NA	NA
Thailand	Baa1	1.34%	6.77%	1.57%	0.30%	5.55%	0.35%
Togo	B3	5.44%	11.62%	6.42%	NA	NA	NA
Trinidad and Tobago	Ba1	2.09%	7.66%	2.46%	NA	NA	NA
Tunisia	B2	4.60%	10.63%	5.43%	3.88%	9.78%	4.58%
Turkey	B1	3.76%	9.64%	4.44%	3.29%	9.08%	3.88%
Turks and Caicos Islands	Baa1	1.34%	6.77%	1.57%	NA	NA	NA
Uganda	B2	4.60%	10.63%	5.43%	NA	NA	NA
Ukraine	Caa1	6.27%	12.59%	7.39%	5.07%	11.18%	5.98%
United Arab Emirates	Aa2	0.41%	5.69%	0.49%	NA	NA	NA
United Kingdom	Aa2	0.41%	5.69%	0.49%	0.16%	5.39%	0.19%
United States	Aaa	0.00%	5.20%	0.00%	0.00%	5.20%	0.00%
Uruguay	B1	3.76%	9.64%	4.44%	1.11%	6.51%	1.31%
Uzbekistan	Baa2	1.59%	7.08%	1.88%	NA	NA	NA
Venezuela	C	15.00%	22.89%	17.69%	NA	NA	NA
Vietnam	Ba3	3.01%	8.75%	3.55%	1.41%	6.86%	1.66%
Zambia	Caa2	7.53%	14.08%	8.88%	12.02%	19.38%	14.18%

Nota: Damodoran Online <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>