



Universidad de Buenos Aires  
Facultad de Ciencias Económicas  
Escuela de Estudios de Posgrado



Universidad de Buenos Aires  
Facultad de Ciencias Económicas  
Escuela de Estudios de Posgrado

---

**MBA**  
**MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN**

---

**TRABAJO FINAL DE MAESTRÍA**

---

Modelo de valoración con el método Flujos de Caja  
Descontados para el emprendimiento informal  
Luxuryline, que opera en el Marketplace Mercadolibre  
Colombia

---

Autor: Jonathan Eduardo Chaparro Guevara

Director: Dr. Juan Carlos Alonso

2023

---



Universidad de Buenos Aires  
Facultad de Ciencias Económicas  
Escuela de Estudios de Posgrado



## **Dedicatoria**

A mis maestros y escuelas.



Universidad de Buenos Aires  
Facultad de Ciencias Económicas  
Escuela de Estudios de Posgrado



## **Agradecimientos**

Al Dr. Juan Carlos Alonso, por su disposición y apoyo.



## RESUMEN

Trabajo Final de Maestría en Administración – MBA, en formato Proyecto, desarrollado en un contexto de crecimiento del comercio electrónico y afianzamiento de la economía informal en Colombia, como coletazo de la pandemia COVID-19, cuyo objetivo es implementar el método de Valoración de Empresas “Flujo de Caja Descontado”, ajustado a las particularidades de Luxuryline, un emprendimiento informal que opera en Mercadolibre.

De enfoque cualitativo, este Proyecto hace una revisión documental de los métodos de valoración referenciados por autores reconocidos en la práctica financiera, para finalmente profundizar en el método Flujo de Caja Descontado. Una vez revisada la teoría general y ante el no hallazgo de propuestas de aplicación del método para valoración de negocios en marcha en condición de informalidad, a modo exploratorio y con sustento bibliográfico, se plantea un proceso conducente a valorar a Luxuryline.

A partir de dicha solución preliminar, el Proyecto avanza a etapa de implementación, de la cual el principal hallazgo es que el método propuesto es contable y financieramente viable y que los resultados son consistentes una vez aplicados los análisis de sensibilidad. Respecto a las limitaciones, se menciona que, por falta de recursos y teniendo en cuenta que no es el objetivo del proyecto, las proyecciones de los principales Estados Financieros de Luxuryline se basan en métodos matemáticos a partir de lo histórico y no en investigaciones de mercadeo o presupuestos basados en decisiones de gerencia.

A modo de conclusión, entre otras, resalta la necesidad de retomar herramientas tradicionales de la administración financiera para ajustarlas a las condiciones socioeconómicas de países como Colombia, donde desarrollos como el acá planteado, tienen alto potencial de impacto teniendo en cuenta la tasa de informalidad y el aumento del uso de plataformas como Mercadolibre. La relación entre la ocupación informal y el comercio electrónico se propone, entre otros, como asunto a profundizar por otros maestrandos.



Universidad de Buenos Aires  
Facultad de Ciencias Económicas  
Escuela de Estudios de Posgrado



**PALABRAS CLAVE:** Métodos de valoración, flujos de caja descontados, economía informal, comercio electrónico.



## TABLA DE CONTENIDO

	Pág.
1. Introducción	1
1.1 Contexto	1
1.2 Presentación breve de la situación problemática	2
1.3 Objetivos	3
2. Situación problemática	4
2.1 Descripción	4
2.2 Explicación	5
2.3 Diagnóstico	13
3. Marco referencial para el abordaje conceptual	15
3.1 Definición de los objetos de estudio	15
3.2 Marco teórico	21
3.3 Estado del arte	26
4. Método de la investigación empírica	30
4.1 Definición metodológica	30
5. Determinación de la solución	31
5.1 Selección de criterios y procesos para la toma de decisión	31
5.2 Alternativas y elección de la solución	32
6. Diseño de la solución	38
6.1 Diseño preliminar	38



Universidad de Buenos Aires  
Facultad de Ciencias Económicas  
Escuela de Estudios de Posgrado



6.2	Diseño conceptual y detallado	39
6.4	Especificación	55
7.	Implementación	56
7.1	Puesta a prueba	56
7.2	Evaluación	64
8.	Conclusiones	66
9.	Referencias bibliográficas	68



## 1. INTRODUCCIÓN

### 1.1 CONTEXTO

En el ejercicio de la profesión financiera y gracias a los conocimientos adquiridos durante la MBA – Maestría en Administración de la Universidad de Buenos Aires, he participado directamente en la valoración de empresas, fondos de inversión y activos no tradicionales, así como he liderado la revisión de valoraciones realizadas por colegas y por proveedores de precios. Estas experiencias me han permitido acceder a material académico de calidad y profesionales con extenso conocimiento en el área, pero además me han llevado a ratificar que la valoración como disciplina va mucho más allá de una lista de chequeo de conceptos matemáticos, financieros y contables, pues tiene un fundamental componente de conocimiento del negocio, formación sustentada de expectativas (económicas, políticas, culturales, etc), certeza respecto del propósito de la valoración misma y otros aspectos que en definitiva exigen que los profesionales en valoración seamos dinámicos, actualizados y abiertos a nuevas propuestas.

En este Trabajo Final de Maestría, en formato Proyecto, he querido retomar la Valoración por el Método Flujos de Caja Descontados para aplicarla, con los ajustes necesarios, a una situación problema real que se me presentó como asesor financiero para emprendedores y pymes, y para la cual no encontré manuales o cartillas de Valoración, ni experiencias entre mis colegas que me permitieran abordarla.

La valoración de micro, pequeñas y medianas empresas es uno de los mayores retos en la disciplina de valoración, pues este tipo de unidades productivas y de negocios suelen tener falencias en varios frentes, por ejemplo, la falta o deficiente almacenamiento de información, poca o nula planeación de mediano y largo plazo, inexistencia de gobierno corporativo y personalización de las decisiones, confusión de los activos con bienes personales, incorrecto uso de la caja y disponibles a favor del dueño / propietario, etc.



Sin embargo, son las empresas y negocios de este tipo, los que dominan el escenario económico de economías como la colombiana, donde “representan el 99,9% de las empresas y generan cerca del 70% del empleo en el país” (Datacrédito Experian, 2022).

Vale la pena resaltar que este Proyecto fue desarrollado en el contexto global de la pandemia COVID-19, y que a pesar de los retos y situaciones lamentables que generó, fue el promotor del acelerado desarrollo del comercio electrónico que motivó este trabajo. La conjunción entre los conocimientos de la MBA, mi experiencia profesional y un problema real con alto potencial de impacto, se conjugan para llegar al resultado TFM “Modelo de valoración con el método Flujos de Caja Descontados para el emprendimiento informal LUXURYLINE, que opera en el Marketplace Mercadolibre Colombia”.

Por ello, resultan relevantes las técnicas y consideraciones presentadas en este Proyecto, así como la solución propuesta y el ejercicio de implementación.

## **1.2 PRESENTACIÓN BREVE DE LA SITUACIÓN PROBLEMÁTICA<sup>1</sup>**

En contexto de pandemia fui contactado para encontrar la manera sustentada de fijar un valor de referencia base para la venta de un emprendimiento informal<sup>2</sup> basado en una cuenta vendedora del Marketplace Mercadolibre Colombia, plataforma cuyo crecimiento en los últimos años fue motivo de reportajes en varios países latinoamericanos, no solo por representar un caso de éxito de largo plazo sino por su estrecha relación positiva con el avance de la pandemia y el importante papel que viene desarrollando para el impulso de las micro, pequeñas y medianas empresas de la región.

La situación problema se describe con mayor detalle en el capítulo 2.

---

<sup>1</sup> Luxuryline, el sujeto de estudio en este Proyecto, en cabeza de su propietaria, ha permitido usar y publicar su nombre, así como ha compartido información contable, financiera, operativa y de toda índole a cambio de conocer el entregable final. No existe contraprestación o beneficio económico alguno.

<sup>2</sup> En el año 2003 el “Grupo de Delhi” definió como informales a las empresas de hasta cinco trabajadores asalariados; no registradas y ubicadas en actividades no agrícolas (Departamento Administrativo Nacional de Estadística, 2014).



## 1.3 OBJETIVOS

### Objetivo general

Aplicar el método de Valoración Flujo de Caja Descontado, ajustado a las particularidades del emprendimiento informal LUXURYLINE que opera en el Marketplace Mercadolibre Colombia.

### Objetivos específicos

1. Señalar las características particulares de las cuentas vendedoras informales que operan en el Marketplace Mercadolibre Colombia, así como las características de la plataforma misma y su crecimiento reciente, pues son en conjunto el componente de impacto y relevancia para este TFM Proyecto.

2. Identificar las razones por las cuales el método FCD es el más apropiado para la valoración de emprendimientos informales, junto con los ajustes y consideraciones necesarias para aplicarlo específicamente a emprendimientos basados en el Marketplace Mercadolibre Colombia.

3. Proponer, para cada dato de entrada del modelo, una fuente principal y una alternativa (si aplica), que se ajuste a la realidad económica colombiana, y en especial al alcance de los vendedores informales del país.



## 2. SITUACIÓN PROBLEMA

### 2.1 DESCRIPCIÓN

Como mencioné en el capítulo anterior, parte de mi ejercicio profesional se concentra en la Valoración y de vocación soy asesor para emprendedores y pequeños negocios, de manera que me encuentro familiarizado con la realidad de las Pymes y la informalidad en Colombia y su impacto en la sociedad, sin embargo, cuando conocí del problema por abordar en las siguientes páginas, supe que, a falta de experiencia propia y de publicaciones previas, había un reto allí que ameritaba un abordaje académico, serio y responsable.

A finales del 2020, tras varios meses de restricciones y cambios en casi todos los aspectos de la cotidianidad debido a la pandemia COVID-19, me llegó una consulta por parte de una joven emprendedora informal que solicitaba asesoría para la toma de una decisión. Ella había comercializado por Mercadolibre desde hace más de 6 años productos artesanales elaborados por un grupo de mujeres de su comunidad bajo el nombre LUXURYLINE, sin embargo, pese a los buenos resultados y actividad ininterrumpida, había tomado la decisión de empezar un nuevo proyecto personal que demandaría el 100% de su tiempo. Ante tal situación, llegó a pensar en vender a costo la mercancía que tenía, cerrar la cuenta y acabar el negocio, pero haciendo un mejor análisis pudo entender que su emprendimiento era un negocio sano y en marcha y que gracias a su estrategia de comercialización en línea podía continuar operando con normalidad bajo la gestión de otra persona; fue así como se puso en contacto con otros emprendedores informales para poner a LUXURYLINE en venta. Recibió dos ofertas de compra y cuatro interesados le pidieron un precio base para empezar a negociar.

El punto clave de la consulta era ¿cómo llegar a un precio justo? Se debía argumentar en todos los casos un precio base como punto de partida para las negociaciones posteriores, pero ninguno de los involucrados sabía por dónde empezar ni el por qué, lo único claro era que el interés de los compradores no estaba en el inventario sino en la dinámica del negocio y en el canal de ventas robusto y en crecimiento proporcionado por la cuenta vendedora de Mercadolibre.



## 2.2 EXPLICACIÓN

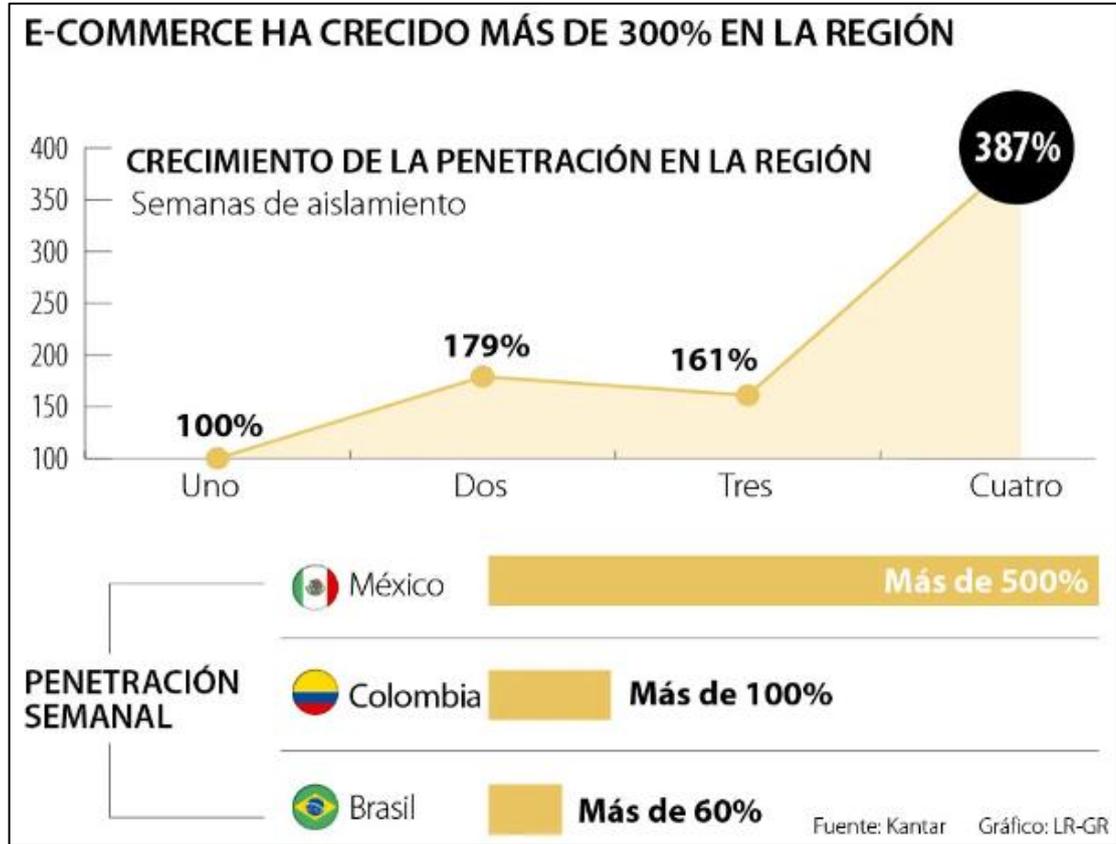
La pandemia mundial COVID-19, significó una nueva y casi imprescindible razón para normalizar el uso de la tecnología en la cotidianidad y en Colombia no fue la excepción: los bancos cerraron sus puertas, pero educaron rápidamente a los clientes para mantener contacto por medios virtuales, las empresas desalojaron sus instalaciones, pero las plantas administrativas siguieron trabajando desde casa con computadoras y móviles conectados a internet, las sillas de los teatros quedaron vacías, pero los fieles espectadores siguieron disfrutando de las puestas en escena por medio de transmisiones en vivo por internet. Del mismo modo, el comercio tradicional cerró, pero explotó en alternativas virtuales para mantener las ventas.

Las grandes marcas, por ejemplo, se valieron de su experiencia y recursos para optimizar sus tiendas en línea, fortalecer su presencia en redes sociales e incluso lanzaron aplicaciones propias con ambos fines. De similar modo, empresas de todo tipo (incluso las que se habían mantenido al margen de estas herramientas), fueron forzadas por las circunstancias a intentarlo y las puertas cerradas de los locales comerciales se convirtieron en carteleras informativas para presentarle a los clientes los nuevos canales de atención virtual.

Como lo destaca la revista Semana (2020):

Un estudio reciente de Mercadolibre Colombia encontró que el comercio electrónico se convirtió en un salvavidas para las Mipymes en medio de la tormenta. Destaca, por ejemplo, que ... los emprendedores afiliados afirmaron que hicieron 7 de cada 10 ventas a través de internet y 94% manifestó que vender online les permitió llegar a más clientes potenciales. El estudio mostró que ofrecer productos en línea, cobrar a distancia y entregar en la puerta del comprador, sin contacto humano, permitió que cerca de 60% de las empresas consultadas no tuvieran que prescindir de sus empleados.

Ilustración 1. Comercio electrónico ha crecido más de 300% en Latinoamérica en la pandemia.<sup>3</sup>



Al respecto, Llanes (2021), también expresa que:

Un estudio arrojó recientemente el concepto de que la pandemia reafirmó la innovación y la digitalización, acelerando en casi quince años la capacidad de las personas para aprovechar la tecnología en su diario vivir. Una gran parte de la población la usa para cosas básicas.

Es menester aceptar que muchos formatos análogos que se usaban a diario ya entraron en la era digital, tal es el caso de libros y periódicos, corriendo la frontera, se van

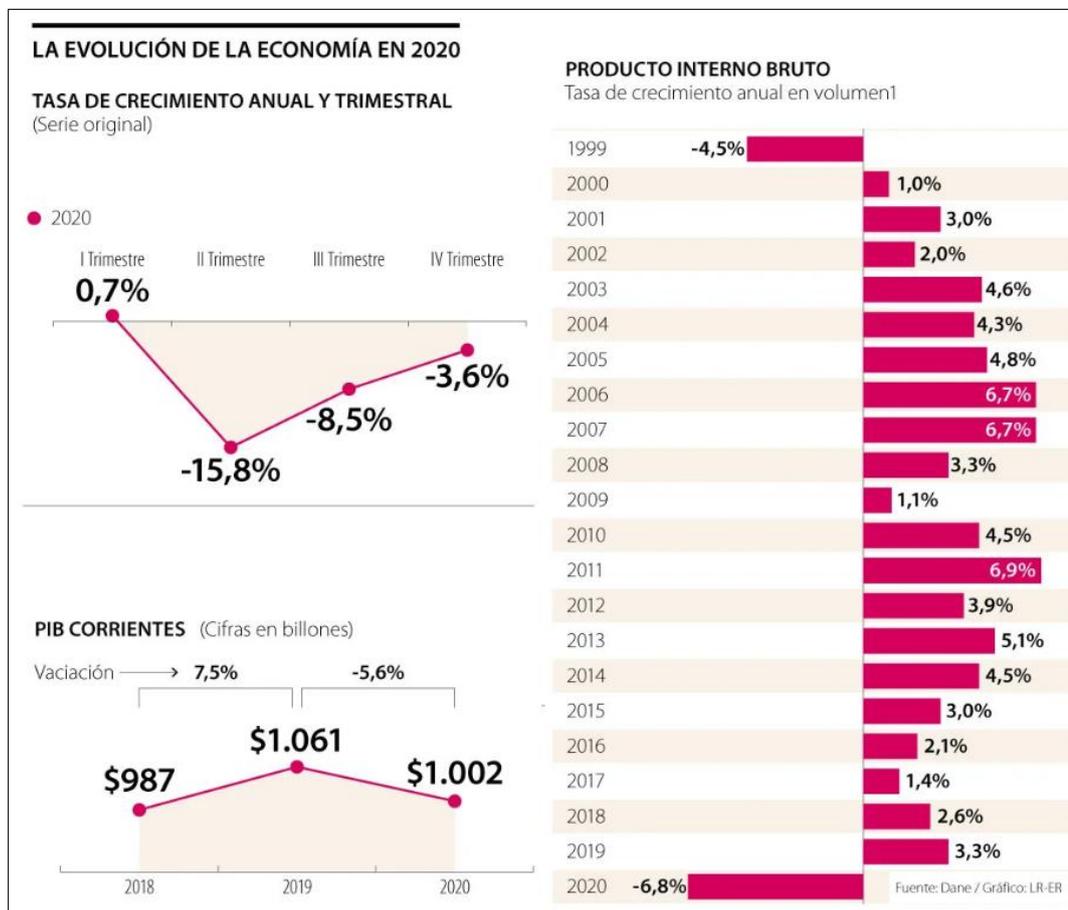
<sup>3</sup> La República. (2020). Comercio electrónico ha crecido más de 300% en Latinoamérica en la pandemia. [Figura]. Recuperado de <https://www.larepublica.co/globoeconomia/e-commerce-ha-crecido-mas-de-300-en-latinoamerica-en-medio-de-la-pandemia-3000424>



estableciendo más procesos virtuales, evidentemente la pandemia ha dejado un gran avance en este aspecto.

Sin embargo y pese a los esfuerzos, en cuestiones macroeconómicas este avance no fue suficiente. Como señala el periódico La República (2021), el 2020 cerró dejando varios indicadores de la economía a niveles de la peor crisis financiera de la historia del país (1999), y otros incluso peor.

Ilustración 2. Estos son algunos de los efectos económicos que ha dejado el covid-19 en Colombia.<sup>4</sup>



<sup>4</sup> La República. (2021). La evolución de la economía en 2020. [Figura]. Recuperado de <https://www.larepublica.co/especiales/encuesta-empresarial-2021-i-estos-son-algunos-de-los-efectos-economicos-que-ha-dejado-el-covid-19-en-colombia-3125811>



Respecto a la tasa de desempleo, Portafolio (2021) informó en enero de 2021, que la tasa de desempleo en Colombia para 2020 se ubicó en 15,9% (un aumento de 5,4 pp más frente al 10,5 % de 2019), y según Juan Daniel Oviedo, su director, el dato de diciembre confirma que abril de 2020 fue el mes en el que hubo una contracción mayor de la población ocupada, cuando se destruyeron más de 5 millones de puestos de trabajo.

De acuerdo con el Departamento Administrativo Nacional de Estadística (2023), a junio de 2021, el desempleo se ubicó en 14,6%, junio de 2022 en 11,4% y junio de 2023 en 9,3%.

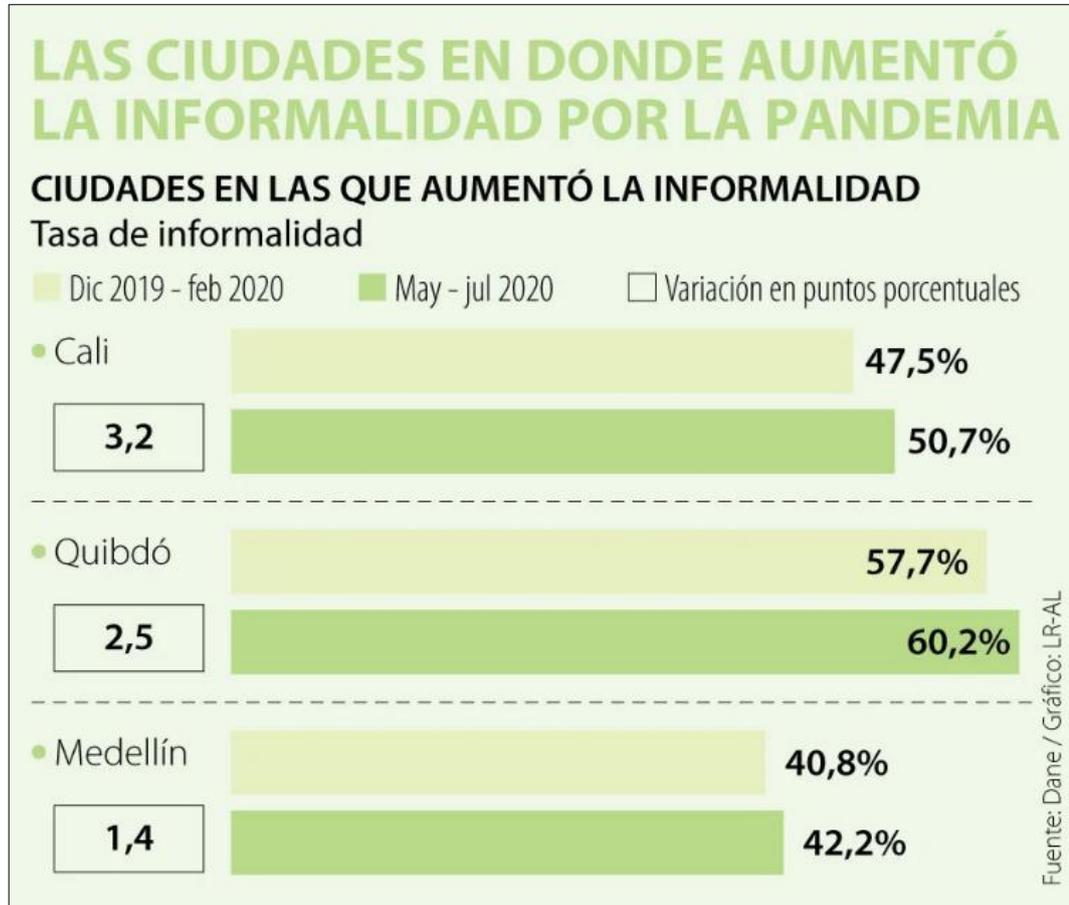
Ahora bien, como lo expresan Salcedo, Moscoso y Ramírez (2020), es necesario reconocer que la economía colombiana es altamente informal. Según estadísticas oficiales del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (2023), el porcentaje de trabajadores informales total nacional para el trimestre móvil de abril – junio 2022 fue de 57,8% y para el trimestre móvil de abril – junio 2023 fue de 55,8%.

Salcedo, Moscoso y Ramírez (2020), continúan afirmando que:

Además, se estima que un 75% de las microempresas en Colombia no están registradas y que hay aún mayores niveles de incumplimiento en normas de contratación laboral y pago de impuestos (Departamento Nacional de Planeación, 2019). El mismo Departamento Nacional de Planeación (2019) cita al Banco Mundial que afirma que pasar de la informalidad a la formalidad le cuesta a una MiPyme colombiana en promedio entre el 34% y 46 % de su utilidad bruta (p. 24).



Ilustración 3. La pandemia del covid disparó los niveles del trabajo informal en Cali, Quibdó y Medellín.<sup>5</sup>



“Existen pocas fuentes para estimar la informalidad empresarial en Colombia, pero a partir de la Encuesta de Hogares es posible afirmar que constituye cerca del 60% de las firmas, el 37% de los trabajadores y el 33% del valor agregado, en las áreas urbanas” (Fernández C. , 2018).

Por lo tanto, no solo las empresas formales sufrieron el coletazo del COVID-19, mucho menos fueron las únicas en reaccionar para adaptarse. Los vendedores ambulantes,

<sup>5</sup> La República. (2020). La pandemia del covid disparó los niveles del trabajo informal en Cali, Quibdó y Medellín. [Figura]. Recuperado de <https://www.larepublica.co/economia/la-pandemia-disparo-el-trabajo-informal-en-cali-quistado-medellin-villavicencio-y-barranquilla-3054428>



los pequeños comerciantes, los emprendedores y todas aquellas personas que se mueven en la informalidad también fueron promotores de la migración a lo digital. Muestra de ello son los positivos resultados de Mercadolibre en pleno escenario de pandemia.

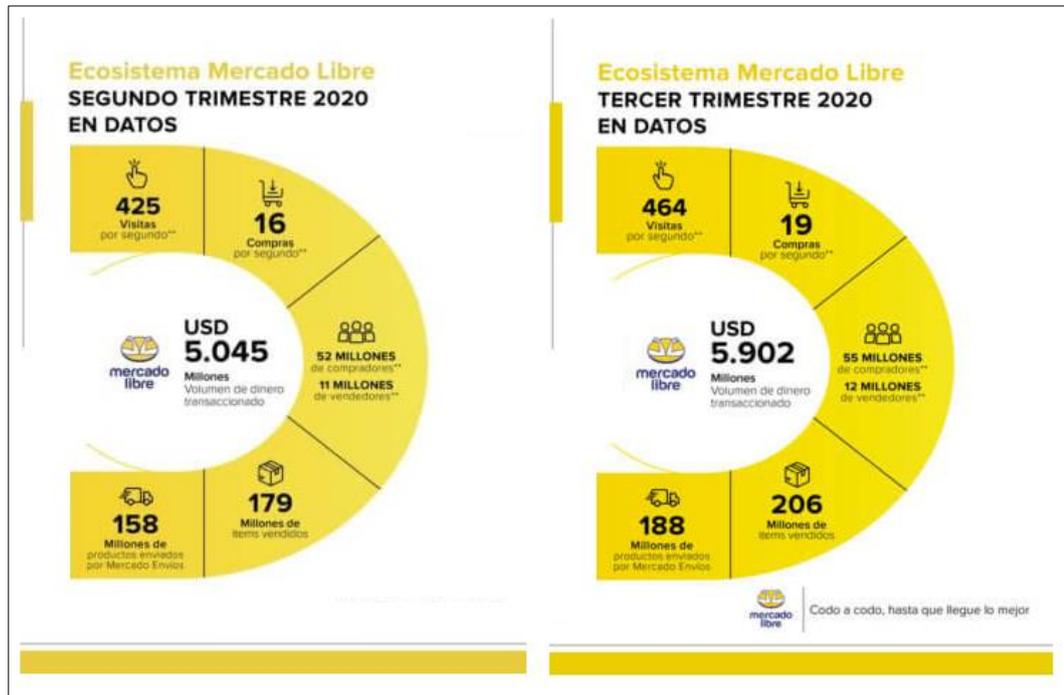
Según el periódico El Tiempo (2020) :

El valor de mercado de Mercadolibre ha subido en los últimos meses debido al efecto de la pandemia del nuevo coronavirus, que provocó en la compañía un crecimiento tanto en la parte de la demanda como de la oferta.

Entre finales de febrero y principios de mayo, la compañía registró un crecimiento de órdenes de compra de más de 100 por ciento respecto al mismo periodo del año pasado en Chile, Colombia y México; mientras que en Argentina y Brasil aumentaron un 52 por ciento y 39 por ciento, respectivamente.

Además, El Tiempo (2020), también sostiene que Mercadolibre, “el Amazon de los latinoamericanos”, en el segundo trimestre del 2020 registró un aumento del 45,2 % en los usuarios únicos activos alcanzando los 51,5 millones. Así mismo, que sus ingresos netos fueron de 878,4 millones de dólares y la ganancia bruta fue de 427,2 millones de dólares.

Ilustración 4. Mercadolibre en datos. Segundo y tercer trimestres de 2020.<sup>6</sup>



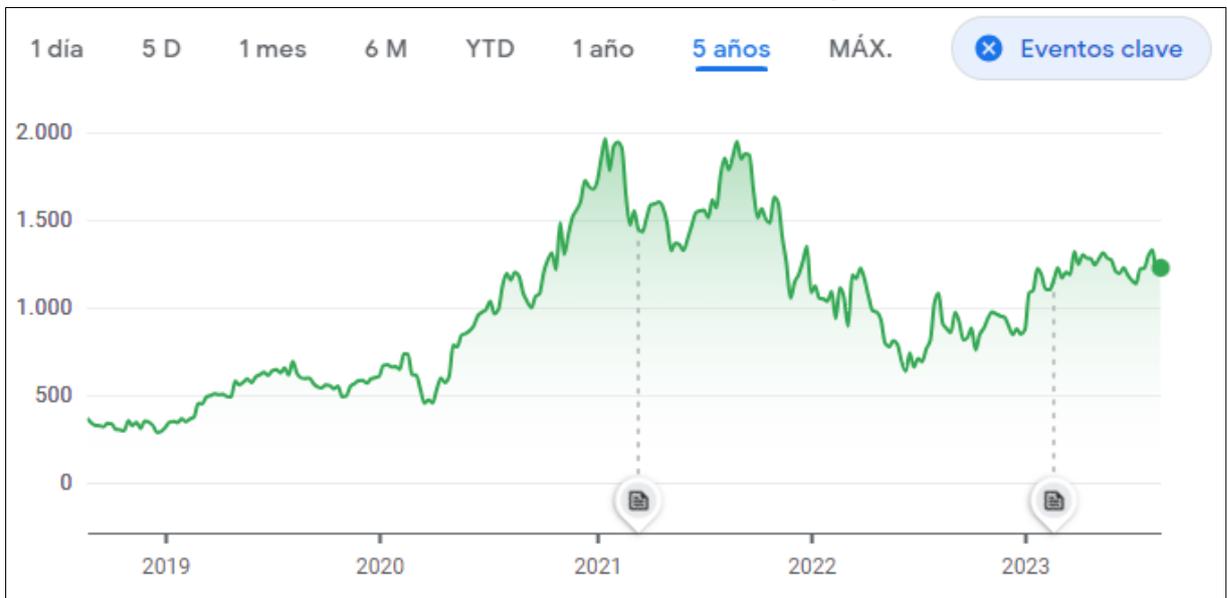
En concordancia, el Diario Financiero (2020), afirma que el mayor exponente latinoamericano del auge del “e-commerce” durante la pandemia fue Mercadolibre, que para el 1 de octubre de 2020 había casi duplicado su valor en bolsa (MELI, en NASDAQ), alcanzando los USD1.115,34 por acción, después de haber llegado a máximo histórico (USD1.260,33 por acción y capitalización bursátil de USD59.352 millones), en la jornada del 10 de agosto del mismo año (Investing, 2023).

De acuerdo con lo reportado por Google Finance (2023), durante 2021, continuó la racha ganadora: la acción alcanzó USD1.965,05 el 22 de enero y USD1.946,01 el 3 de septiembre. El 2022 cerró en USD846,24 y durante todo 2023 se ha mantenido por encima de los USD1.000, en el rango de 1.200 – 1.300 promedio.

<sup>6</sup> Producción propia, a partir de las figuras publicadas por: Ideas Mercadolibre. (2020). Mercadolibre anunció los resultados 2020 [Figura]. Recuperado de <https://ideas.Mercadolibre.com/ar/noticias/>



Ilustración 5. Precio histórico acción MELI en NASDAQ.<sup>7</sup>



Ahora bien, teniendo en cuenta el universo de más de 100 millones de usuarios activos de Mercadolibre (que en Colombia no son menos de 4 millones (Prensario TI Latin America, 2020)), el crecimiento de la misma no se le puede atribuir a las grandes empresas, pues estas corresponden a una minoría, tal como lo expresa Jaime Ramírez, director de la compañía para el área Andina, al afirmar que una de las estrategias de Mercadolibre es tener cientos de tiendas oficiales, de grandes marcas y empresas (El Tiempo, 2020), lejos de ser miles o millones. Caso similar sucede con las pequeñas y medianas empresas colombianas, que de acuerdo con la revista Semana (2020), sumaron 3.800 a la plataforma de comercio electrónico desde marzo hasta octubre de 2020 y que para agosto de 2023 ya llegaba a las 30.000, además de 3.000 emprendedores y 900 tiendas oficiales (Combita, 2023).

Es necesario en este punto, resaltar que cuando Mercadolibre se refiere a “empresa”, quiere decir “empresa formal”, ya sea societaria o individual, debido a que para registrarse como empresa, la plataforma en Colombia exige: “Número de Identificación Tributaria, Razón Social, tipo de contribuyente, constancia del Registro Único Tributario, certificado de cámara de comercio y la cédula del representante legal (una foto del frente y dorso del

<sup>7</sup> Google Finance. (2023). MELI NASDAQ [Figura]. Recuperado de <https://www.google.com/finance/quote/MELI:NASDAQ>



documento)” (Mercadolibre, 2023), que son elementos que una empresa en informalidad no posee.

Entonces, la mayoría de los vendedores en Mercadolibre son individuos informales.

Sin embargo, sea cual sea el tipo de vendedor que se registre, Mercadolibre ofrece las mismas herramientas de gestión contable y financiera a través de su Fintech aliada Mercadopago. Mercadopago (2023), tal como lo indica en su sitio web, permite a cada vendedor, además de cobrar de forma rápida, fácil y segura, gestionar las ventas accediendo a estadísticas de cobros, reclamos y contra cargos y conciliar todos los movimientos descargando reportes en CVS. Además, almacena el detalle de cada operación: nombre del cliente, producto vendido, fecha de pago, método de pago, fecha estimada de retiro, estado del envío, cargos aplicados directamente al pago (envío) y retención en la fuente a título de Impuesto de Renta.

Con todos estos datos almacenados de forma segura e inalterable en Mercadopago, y la posibilidad de cambiar la titularidad de las cuentas de Mercadolibre (de persona física a persona física, o de persona física a persona jurídica), surge la idea de desarrollar un modelo de valoración que le permita a LUXURYLINE (como ejemplo de esa mayoría de vendedores informales), estimar un valor alrededor del cual sea posible adelantar una negociación cuyo objeto o garantía sea la cuenta misma, del mismo modo que se hace en el comercio tradicional con los establecimientos de comercio, por ejemplo.

### **2.3 DIAGNÓSTICO**

LUXURYLINE es un negocio informal en marcha con más de 6 años de trayectoria, que cuenta con registros contables fiables y sus debidos soportes (a pesar de no estar certificados), y una operación estable y constante. Además, se ha consolidado en un canal de ventas maduro y reconocido (Mercadolibre), que en los últimos años ha crecido de forma significativa, llegando a millones de potenciales clientes e impactando de manera positiva el circuito económico que se desarrolla a su alrededor.



Universidad de Buenos Aires  
Facultad de Ciencias Económicas  
Escuela de Estudios de Posgrado



Operativamente, LUXURYLINE ha sido diseñado para el comercio electrónico en una estructura básica que parte desde el abastecimiento a precio preferencial directo con fabricante, hasta la venta en línea al consumidor final con un precio de venta que absorbe costo de mercancía vendida y gastos (publicación, envíos y otros), para arrojar un margen neto históricamente favorable y aceptable de aprox. 30%.

Teniendo en cuenta estas breves consideraciones (de la cuales se entra en detalle durante la implementación), he considerado que LUXURYLINE es apto para desarrollar este Proyecto y tanto los resultados como consideraciones surgidas durante el proceso serán de valor académico y profesional.



### 3. MARCO REFERENCIAL PARA EL ABORDAJE CONCEPTUAL

#### 3.1 DEFINICIÓN DEL OBJETO DE ESTUDIO

Para el desarrollo de este Proyecto se contó con acceso privilegiado a la información contable y financiera del emprendimiento informal que opera en Mercadolibre, LUXURYLINE, desde su inicio hasta el 31 de diciembre de 2021. Del mismo modo, su propietaria compartió detalles y soportes de la operación, y brindó todas las aclaraciones necesarias para el abordaje y desglose del modelo de negocio.

Ilustración 6. Logotipo de LUXURYLINE<sup>8</sup>



El emprendimiento y la cuenta vendedora en Mercadolibre fueron creados en octubre de 2013 y han operado hasta la fecha realizando ventas de cinturones y billeteras de cuero fabricadas artesanalmente. LUXURYLINE, vende U\$ 4.500 mensuales en promedio y a

---

<sup>8</sup> LUXURYLINE (2021). Imagen provista por la propietaria de la cuenta.

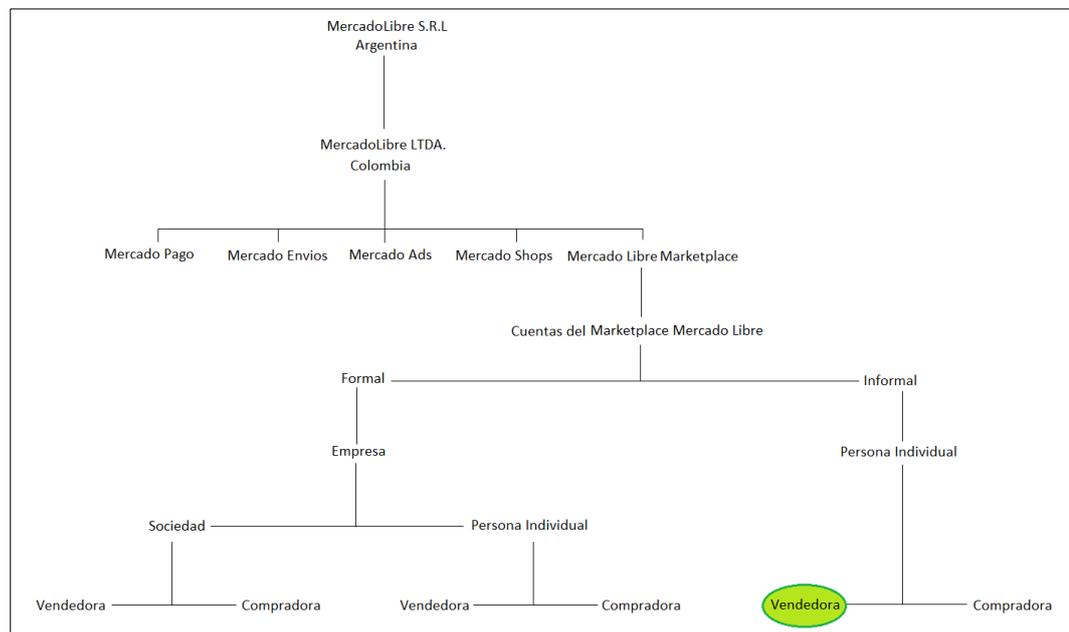


excepción del periodo crítico de Pandemia COVID-19 (marzo 2020 – octubre 2021), ha crecido en volumen total de ventas de manera sostenida en promedio al 4% anual (las cifras exactas se relevan al detalle en la implementación).

A partir de 2018, LUXURYLINE se integró a un programa de vendedores de MercadoLibre que, entre otras, le significó canalización total de las ventas por medio de Mercadopago, lo cual le permite hoy contar con datos completos, exactos y certificables para cualquier propósito de evaluación financiera como la propuesta en este Proyecto.

A continuación, una sencilla ilustración de lo que es la “cuenta vendedora informal” en el ecosistema de MercadoLibre.

Ilustración 5. Objeto de estudio “LUXURYLINE”, como cuenta vendedora informal que opera en el Marketplace MercadoLibre Colombia.



Elaboración propia.

### **Mercadolibre S.R.L. – Argentina**

Con sede principal en Buenos Aires, Argentina, MercadoLibre S.R.L. es una empresa de capital abierto, cuyas acciones, además de cotizar en la Bolsa de Buenos Aires BCBA –



Argentina, también lo hacen en el NASDAQ – U.S.A., BM&F Bovespa – Brasil y BMV – México (Investing, 2023).

Díaz (2020), sostiene que Marcos Galperin y tres socios más la fundaron en 1999, con el propósito inicial de replicar en Latinoamérica el modelo norteamericano de clasificados por internet, para así ofrecer un canal seguro de compraventa y subasta de elementos usados, sin embargo, la ambición y espíritu innovador de la dirección fue tal, que hoy en día es líder global en la industria del comercio electrónico y los servicios financieros basados en tecnología, ya que además del Marketplace Mercadolibre, la casa matriz posee a Mercadopago, Mercado Envíos, Mercado Crédito, Mercado Shops y Mercado Ads, en 18 países de la región, donde factura más de USD 2.000 millones al año y emplea a más de 9.000 personas.

Para el segundo trimestre de 2023, Mercadolibre continuó entregando buenas noticias. Botero (2023), documenta para Valora Analitik, que la compañía tuvo un desempeño récord, resaltando, por ejemplo, aumento en volumen de las ventas, las ventas totales, la utilidad neta, la cantidad de usuarios activos nuevos y la confianza para continuar ejecutando planes de crecimiento en América Latina.

### **Mercadolibre LTDA. – Colombia**

Respecto a la actividad de Mercadolibre en Colombia, Colombia Fintech (2020), trae a colación que:

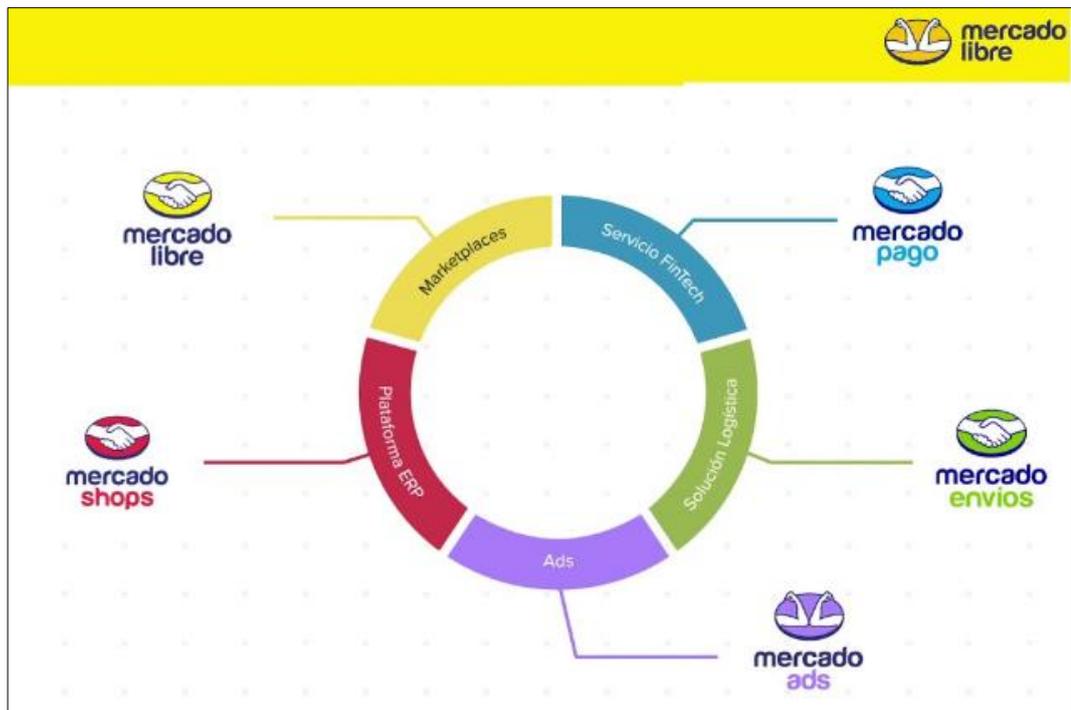
Mercadolibre llegó a Colombia en febrero del 2000 y mantuvo una presencia relativamente pequeña hasta que, en el 2008, adquirió la operación de la marca venezolana Tucarro.com, con la cual se impulsó su desarrollo en el país. El éxito hizo que en abril del 2016 abriera un centro de atención al cliente y también acelerara las inversiones en marketing y personal, para convertirse en líder del segmento ‘e-commerce’. Hoy, Mercadolibre emplea en Colombia a 640 personas.

Además, Lorduy (2021), citando a Jaime Ramírez, director para la región Andina de Mercadolibre, asegura que el crecimiento de Mercadolibre en Colombia ha sido tan impresionante los últimos años (a pesar del COVID-19), que se abrió el primer centro de desarrollo TI en Bogotá y se inauguró la primera fase de la bodega de distribución propia en el centro del país.

Además, desde 2020, la compañía amplió su inversión en Colombia y actualmente cuenta con más de 4.200 empleados, plantas de distribución, flota de entrega propia, centros de desarrollo tecnológico y el programa de inclusión financiera para pequeños negocios y emprendedores de la mano de Mercadopago, que le permiten avanzar en la experiencia de compra excepcional (Combita, 2023).

El ecosistema Mercadolibre en Colombia está conformado por 5 plataformas:

Ilustración 6. Ecosistema Mercadolibre Colombia.<sup>9</sup>



<sup>9</sup> Mercadolibre. (s.f.). Ecosistema Mercadolibre: soluciones para tu negocio. [Figura]. Recuperado de <https://vendedores.Mercadolibre.com.co/nota/ecosistema-mercado-libre-soluciones-para-tu-negocio/>



## Marketplace Mercadolibre Colombia

Marketplace, “es un tipo de e-Commerce que permite a varios vendedores relacionarse con compradores para hacer una transacción comercial. En estas plataformas, los compradores y vendedores permanecen en el entorno técnico y comercial del Marketplace hasta que la transacción se finaliza” (Tandem Up, 2019).

Mercadolibre es un Marketplace, que de acuerdo con su descripción oficial permite buscar y comprar entre miles de productos y servicios publicados, a través de una interfaz simple, rápida y segura. En la misma plataforma, es posible seguir los artículos favoritos, enviarlos por email, compartirlos por redes sociales, comparar precios y hacer preguntas a los vendedores.

Ilustración 7. Resultados del Marketplace Mercadolibre Colombia en 2017.<sup>10</sup>



<sup>10</sup> Johan Chíquiza. (2020). Más de la mitad de las compras en Mercadolibre se hace en smartphones. [Figura]. Recuperado de <https://www.larepublica.co/empresas/mas-de-la-mitad-de-las-compras-en-mercado-libre-se-hace-por-medio-de-un-smartphone-2606790>



## Cuentas vendedoras informales en el Marketplace Mercadolibre Colombia.

Al realizar la apertura de la cuenta (empresa o persona individual), esta queda facultada para hacer operaciones de compra y venta.

Ilustración 8. Opciones para abrir una cuenta en Mercadolibre Colombia.<sup>11</sup>

The image shows a screenshot of the Mercado Libre registration page. At the top, there is a yellow header with the Mercado Libre logo and navigation links: 'Crea tu cuenta', 'Ingresar', and 'Ayuda / POR'. Below the header, there are two main registration options:

- Crear una cuenta personal > Completa tus datos:** This option is highlighted with a green box. It includes input fields for 'Nombre', 'Apellido', 'E-mail', and 'Clave'. There is a checkbox for 'Acepto los Términos y Condiciones y autorizo el uso de mis datos de acuerdo a la Declaración de Privacidad'.
- Crear una cuenta de empresa > Completa los datos de tu empresa:** This option is highlighted with a red box. It includes input fields for 'NIT', 'Razón social', 'E-mail', and 'Clave'. It also has a checkbox for 'Acepto los Términos y Condiciones y autorizo el uso de mis datos de acuerdo a la Declaración de Privacidad' and a 'No soy un robot' checkbox with a CAPTCHA logo.

Para los fines de este Proyecto, LUXURYLINE ha sido clasificado como “cuenta vendedora informal” pues además de haberse creado por una persona individual, cumple con los parámetros descritos en las ilustraciones No.6 y No.10 y, además, sus registros tanto en Mercadolibre como en Mercadopago revelan que principalmente realiza ventas y tiene reputación positiva por ello.

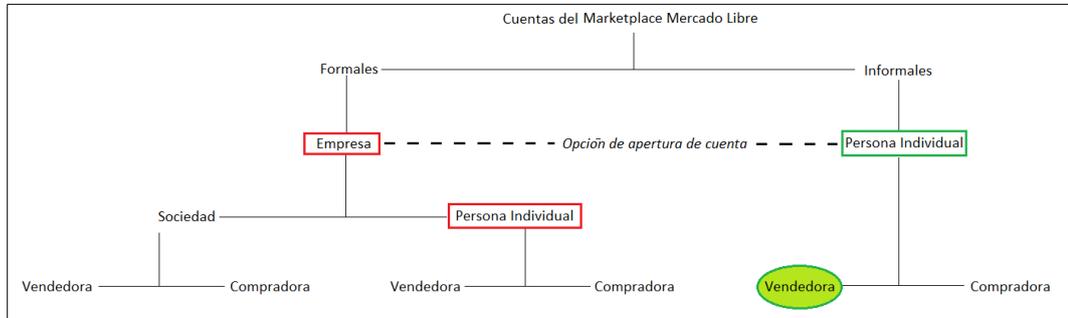
Es necesario hacer una salvedad respecto de las dos opciones para crear una cuenta. De acuerdo con la guía de formalización empresarial de la Universidad de Pamplona (2019), la legislación colombiana establece que según el número de personas que conforman la empresa, su forma jurídica puede ser individual o asociativa. Esto significa que una persona individual puede crear su cuenta como empresa si es que esta formalmente constituida, pero no es este el caso de LUXURYLINE.

---

<sup>11</sup> Mercadolibre. (s.f.). Cómo crear una cuenta en Mercadolibre. [Figura]. Recuperado de [https://www.Mercadolibre.com.co/registration-company?confirmation\\_url=https%3A%2F%2Fwww.Mercadolibre.com.co&rtx=69a55a8a-56c4-452a-aff7-1df2c81a582b](https://www.Mercadolibre.com.co/registration-company?confirmation_url=https%3A%2F%2Fwww.Mercadolibre.com.co&rtx=69a55a8a-56c4-452a-aff7-1df2c81a582b)



Ilustración 9. LUXURYLINE clasifica como cuenta “persona individual vendedora”.  
Elaboración Propia.



### 3.2 MARCO TEÓRICO

#### Valoración financiera de empresas

En una definición técnica, Tovar y Muñoz (2018), aseveran que la valoración financiera de empresas es el proceso para fijar un rango de valores objetivo dentro de los cuales se encuentra el precio de una empresa en marcha, y cuyo propósito es servir como insumo para que propietarios e interesados tomen decisiones, como la negociación de forma parcial o total de la misma (AECA, 2005; Espinosa, 2008; Aguiar, 2014; Fitó, 2015), ya que no existe un mercado de empresas (como en las Bolsas de Valores), con las condiciones necesarias para proporcionar un valor por consenso entre los agentes económicos (Aguiar, 2014, p. 167) (p. 144).

Es importante resaltar que “la empresa es un elemento vivo que está en constante cambio y condicionada por una serie de factores externos e internos en evolución continua, por eso la valoración de una empresa debe ser siempre referida a un momento determinado” (Aznar, Cayo, & Cevallos, 2016, pág. 30), y que “no hay que confundir el valor de una empresa con el valor de sus activos (inmuebles, maquinaria, etc.). Los activos son medios para generar el valor de la empresa, pero no son el valor de esta” (Aznar, Cayo, & Cevallos, 2016, pág. 31).



Por otra parte, tal como lo menciona Vilca (2018), la valoración tiene un componente subjetivo, que permite exponer criterios y juicios respecto al valor que se le debe asignar a la empresa, por lo cual, ya sea que se cuente con la información necesaria, sustentada o argumentada, es muy usual que se llegue a diversos valores para un mismo ejercicio (p. 74). En concordancia, Marquéz (2017), afirma que la valoración de empresas no se puede considerar como un procedimiento estándar aplicable a todas, sino que existen unos factores específicos en cada caso que pueden ser objetivos o subjetivos y que por lo tanto implican juicio (p. 1).

Para Mascareñas (2011), la valoración es un arte sujeto a una serie de técnicas y reglas, que aún dominándolas no bastan para hacer una buena valoración. Para el autor, hacer una buena valoración, requiere utilizar el sentido común con objeto de poder hacer estimaciones adecuadas o para poder detectar de qué depende el valor de cada empresa en particular, es decir: para establecer prioridades, para incluir en el análisis circunstancias específicas, para encontrar el equilibrio adecuado entre un análisis cuantitativo y consideraciones más cualitativas, etc. (p. 27).

En palabras de Vidarte (2009) :

Esto implica que valorar la empresa es buscar un punto de referencia que incluya su valor definitivo y les permita tanto al comprador como al vendedor contar con un rango de negociación, ya sea para la venta o para la compra, para la transformación o la fusión y así determinar el valor intrínseco del negocio y no su valor de mercado, ni por supuesto el precio al cual se va a negociar. Lo anterior nos lleva a concluir que el valor de la empresa es algo subjetivo y una posibilidad, mientras que el precio es una realidad. (p. 106).

Tapia (2020), en ampliación al propósito de la valoración, insiste en que la información final que brinda el proceso (valor referencial de negociación), es cada día más necesaria para los hombres de negocios, pues constantemente toman decisiones estratégicas en el sentido de adquirir nuevas unidades de negocios, fusionarse y vender líneas de negocio no estratégicas. Además, como lo menciona Vidarte (2009), la globalización crea en el empresario la necesidad de conocer el valor de su empresa de cara a decisiones que



trascienden la venta y fusión, como son la transformación, la financiación, entre otras (p. 105).

Aznar, Cayo y Cevallos (2016), mencionan otras ocasiones en las cuales es necesaria una valoración: escisión, salida a bolsa, liquidación, herencias y transmisiones patrimoniales, fines tributarios, evaluación de activos intangibles y su valor, evaluación de rentabilidad, etc.

Otros autores van más allá al afirmar que “la valoración de empresas no sólo se ve como una actividad de aplicación puntual al servicio de una eventual operación de adquisición o fusión; es también una excelente herramienta de planificación y gestión de negocios a medio y largo plazo” (Narváez, 2008, pág. 36). Incluso, Copeland, Koller y Murrin (2003), atribuyen su interés en la valoración, a su creencia básica de que los directivos que se concentren en generar valor para el accionista crearán empresas saneadas, que a la vez generarán economías más sólidas, mejores niveles de vida y más oportunidades tanto profesionales como empresariales, para las personas (p. 21).

En todo caso, “la valoración es un proceso costoso, que implica como mínimo un consumo de tiempo del área financiera y en muchas ocasiones supone la contratación de personas o compañías especializadas en realizar este tipo de trabajos (Cayón & Sarmiento, 2005, p. 5)” (Tovar & Muñoz, 2018, pág. 140).

### **Métodos de valoración financiera**

Existen diversos métodos de valoración financiera de empresas que responden a las particularidades que condicionan el proceso, tal como los objetivos (compraventa, fusión, financiación, planeación y gestión, etc.), las características de las partes interesadas y relacionadas, el contexto económico, social y cultural, la historia de la empresa evaluada, su actualidad y expectativas, la información disponible e incluso el tiempo disponible para presentar los resultados.

Por lo anterior, y en atención a Aguiar (2014), resulta pertinente tener en cuenta por lo menos las siguientes variables clave a la hora de elegir un método de valoración:



1. Tamaño y sector de la empresa
2. Si la empresa cotiza o no en bolsa
3. La información disponible
4. El objetivo que se quiere alcanzar con la valoración

Tovar & Muñoz (2018), resaltan la clasificación en consenso de varios autores, afirmando que:

De acuerdo con González y Medina (2003), Labatut (2005), Espinosa (2008), Vidarte (2009) y Tapia (2013) existen varios métodos para determinar el valor de una empresa, los cuales se pueden clasificar en 3 grandes grupos: 1. Los métodos basados en el Estado de la Situación Financiera, 2. Los métodos basados en el Estado de Resultado, y 3. los métodos basados en Flujos de Efectivo. (p. 144).

Marquéz (2017), clasifica los métodos de valoración así:

Ilustración 10. Metodologías de valoración.

<b>Estáticos</b>	Métodos que pretenden valorar el activo o el negocio como un valor fijo en un momento determinado del tiempo, atendiendo a determinadas circunstancias del bien a valorar	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Valor teórico contable / Patrimonio neto</li> <li>2. Valor del activo neto real</li> <li>3. Valor de liquidación</li> <li>4. Valor de reposición a nuevo</li> </ol>
<b>Dinámicos</b>	Métodos que pretenden valorar los activos y/o negocios, por lo que ellos mismos son capaces de generar en el futuro en forma de rentas para su propietario	<ol style="list-style-type: none"> <li>5. Descuento de flujos libres de caja</li> <li>6. Descuento de resultados</li> <li>7. Descuento de dividendos</li> </ol>
<b>Comparación</b>	Las compañías o negocios se valoran por comparación con las magnitudes utilizadas en transacciones realizadas de compañías o negocios similares (cotizados o no)	<ol style="list-style-type: none"> <li>8. COTRANS</li> <li>9. COCOS</li> </ol>

Elaboración propia.

Haciendo referencia a los métodos basados en los valores contables (estáticos y de comparación), Fernández (2002) considera que “el problema fundamental de estos métodos es que unos se basan únicamente en el balance y otros en la cuenta de resultados, pero ninguno tiene en cuenta nada más que datos históricos” (p. 48). Correa y Jaramillo (2007)



agregan que esos métodos son sencillos y fáciles de aplicar, pero difíciles de justificar. (Tovar & Muñoz, 2018, pág. 145)

Desde otra óptica, vale la pena resaltar que tal como lo indican Copeland, Koller y Murrin (2003), los métodos de valoración resultan más complejos de aplicar en los mercados emergentes, que en los mercados desarrollados donde fueron originalmente estructurados, esto por los altos riesgos y obstáculos que enfrentan las empresas, pasando por incertidumbre macroeconómica, mercados de escasa liquidez, control de los flujos de capital y elevado riesgo político. Respecto a estos desafíos, según los autores, no existe un consenso entre académicos, inversionistas y empresarios, lo que ha resultado en métodos ajustados arbitrariamente bajo argumentos de escasa evidencia empírica y abundante intuición (p. 447), además, Narváez (2008), afirma que:

Existen inconvenientes en casi todos los métodos de valoración propuestos por académicos y profesionales de negocios que hacen que, en la práctica, rara vez sean aplicables tal y como figuran en los manuales y revistas especializadas o que, en su aplicación, lleven a decisiones erróneas. En general, los métodos de valoración teóricamente más idóneos son los que tienen mayor dificultad en su aplicación y viceversa, principalmente debido a la necesidad y costo de hacer estimaciones fiables. (p. 36).



### 3.3 ESTADO DEL ARTE

<b>Título</b>	<b>Autor (es)</b>	<b>Año</b>	<b>Publicación</b>	<b>Contribuciones al problema de investigación</b>
La valoración de pequeñas y medianas empresas	Rocío García, Félix Jiménez, Carmen Pérez	2005	Técnica Contable, No. 679, Universidad de Sevilla	<p>Una vez delimitado el concepto Pyme, los autores (y la práctica empresarial), consideran que el método FCD, a pesar de no ser el único, si parece el más apropiado y por lo tanto de resultado más exacto posible para estimar el valor de este tipo de empresas.</p> <p>Destacan que el método FCD es dinámico, es decir, tiene en cuenta las expectativas de crecimiento a partir de escenarios proyectados en función de las variables rentabilidad y riesgo, pero no escapa de una gran carga de subjetividad y dificultad para encontrar información, por lo cual el analista debe “realizar un esfuerzo adicional de búsqueda de información para poder realizar las proyecciones, o para asegurarse el menor error posible en las estimaciones.”</p>
Ponencia: La valoración de pequeñas y medianas empresas	Rocío García, Félix Jiménez, Carmen Pérez	2005	Cities in competition. XV Spanish-Portuguese Meeting of Scientific Management	<p>En esta ponencia, los autores afirman que no existe una formula o técnica de valoración generalizada, sino una guía abierta a cambios ante el momento y las particularidades de lo valorado.</p> <p>En ese sentido, reiteran su defensa del método FCD como idóneo para valorar Pymes. Para suplir la insuficiencia o poca fiabilidad de los datos para calcular la tasa de</p>



				<p>actualización, proponen la aproximación de variables del mercado a la problemática Pyme, para reducir la subjetividad de la estimación final, las expectativas referentes a los flujos de caja futuros deben estar fundamentadas en conocimiento, experiencia y comunicación efectiva, y finalmente, para establecer el valor de continuidad plantean a elección los supuestos de “mantenimiento constante por término medio” o “crecimiento constante por término medio”.</p>
Valoración Microempresas	Dra. Montserrat Casanovas y Sr. Santiago Alcover	2010	III CONGRÉS ACCID	<p>Haciendo énfasis en las Microempresas, los autores revisan diversos métodos de valoración, desarrollando análisis sobre Descuento de Flujos de Caja y los métodos basados en múltiplos.</p> <p>Respecto a dichos métodos, exponen los obstáculos para obtener un resultado fiable en empresas de pequeño tamaño, esto, debido a los particulares criterios de gestión, insuficiente estructura administrativa, continuidad dependiente del fundador y la imposibilidad de determinar la correlación empresa – sector.</p> <p>En consecuencia, proponen un método de valoración mixto que incluye valoración estática de activos existentes e intangibles más un múltiplo de ventas.</p>



¿Cómo determinar el valor real de una microempresa?	Angélica María Bautista Camargo Y Julio Téllez Rubiano	2017	Universidad EAFIT: Trabajo como requisito para obtener el título de Magister en Administración Financiera.	Esta tesis de grado, con investigación de campo, formula un modelo de valoración financiera FCD para microempresas ofertadas en el mercado de Bogotá, Colombia, utilizando un (1) periodo de descuento citando a Modigliani y Miller (1961). Para validarlo, seleccionan una muestra de 24 locales comerciales en venta y desarrollan en cada uno su propuesta, encontrando significativas diferencias entre el valor estimado por el modelo y el precio anunciado en la intención de venta.
Modelo de valoración financiera para una pequeña y mediana empresa (PYME) en Colombia	García, Sorely A. y Montes, Luis F.	2018	Revista espacios Vol. 39 (N.º 42)	<p>El aporte conceptual más relevante de este artículo se encuentra en la distinción entre precio y valor, siendo el valor un referente para fijar el precio con el cual se cerrará una operación de compraventa. Mientras el precio será único y pactado entre las partes, “existirán tantos valores de la empresa como personas interesadas en la valoración de la misma.”</p> <p>El caso práctico se desarrolla para valorar una Pyme confidencial con análisis de sensibilidad, detallando el paso a paso de los cálculos y el origen de los datos. Destaca el ajuste de los modelos a la particularidad de esta Pyme colombiana, en especial ante la dificultad de calcular la tasa de descuento.</p>



Metodología para valoración financiera de Pymes colombianas utilizando flujos de efectivo	Ing. Mauricio Tovar Posso e Ing. Ivonne Tatiana Muñoz Martínez	2018	Civilizar: Ciencias Sociales y Humanas 18 (35)	<p>Los autores del artículo advierten inicialmente que el método FCD aplicado allí es para Pymes colombianas, en marcha y fuera de la bolsa de valores, cuyo resultado es “un rango de valores que serán punto de partida ante una posible negociación que se quiera hacer con la empresa, teniendo en cuenta el entorno de la misma”. Sin embargo, aclaran que las metodologías para valorar Pymes son las mismas que se usan para las grandes empresas, pues sus principios son los mismos.</p> <p>Destacan propuestas metodológicas como: análisis de escenarios (pesimista, neutral y optimista), análisis histórico de los 5 años anteriores al momento de la valoración, proyección de 5 a 10 años posteriores y finalmente que “la tasa de crecimiento a perpetuidad, debiera ser relativamente pequeña y no superior a la inflación o al crecimiento futuro de la economía del país”.</p>
---	--	------	--	---



## **4. MÉTODO DE LA INVESTIGACIÓN EMPÍRICA**

### **4.1 DEFINICIÓN METODOLÓGICA**

Este Proyecto es de enfoque cualitativo y de acuerdo con el alcance esperado, es esencialmente exploratorio. Ha sido diseñado con la guía de “Metodología de la investigación” 3ra edición de Cesar Bernal (2010) y “Metodología de la investigación” 6ta edición de Roberto Hernández Sampieri, Carlos Fernández y María Baptista (2014).

Desde otro punto de vista (complementario), esta es una investigación de tipo y técnica documental, ya que coincide con la definición de Bernal (2010), según la cual: “consiste en un análisis de la información escrita sobre un determinado tema, con el propósito de establecer relaciones, diferencias, etapas, posturas o estado actual del conocimiento respecto al tema objeto de estudio” (p. 111).



## 5. DETERMINACIÓN DE LA SOLUCIÓN

### 5.1 SELECCIÓN DE CRITERIOS Y PROCESOS PARA LA TOMA DE DECISIÓN

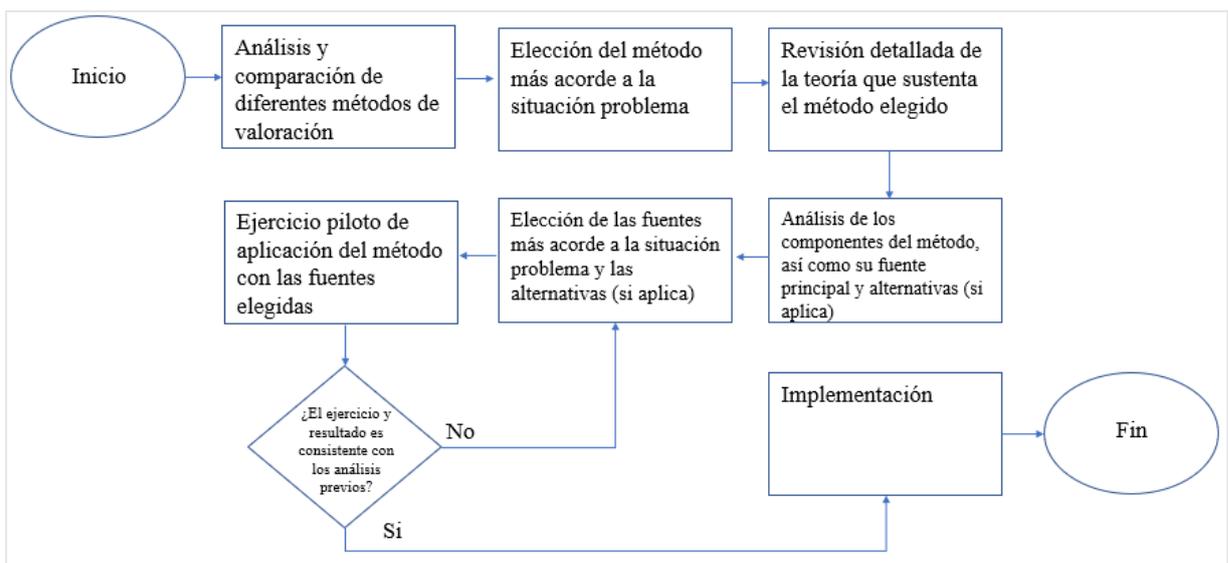
#### Definición de los indicadores

Partiendo de una situación problema real y la necesidad de una solución real y aplicable, este Proyecto busca proponer una metodología clara, suficiente y debidamente sustentada en la teoría para hallar un valor razonable. En ese sentido, el indicador de éxito estará dividido en tres conceptos clave:

1. Suficiencia y calidad de la información disponible.
2. Validación de la metodología desde la teoría.
3. Modelo y resultado consistente al realizar pruebas de sensibilidad.

En las fases de puesta a prueba y evaluación se determinará si los tres indicadores se cumplieron o si fue necesario realizar ajustes, reprocesos o nuevos planteamientos con el objetivo de diseñar una nueva solución.

#### Proceso





## 5.2 ALTERNATIVAS Y ELECCIÓN DE LA SOLUCIÓN

En la literatura tradicional suele encontrarse una amplia gama de métodos de valoración que se reduce si el lector se remite al enfoque y los principios básicos que cada uno ostenta, es decir, por más nombres y clasificaciones que se pueda hallar durante una revisión teórica, todos los métodos suelen confluir a tres criterios: basados en el balance, basados en los resultados o basados en los flujos futuros.

Se aclara que, como se mencionó en la introducción, la valoración financiera de empresas y negocios es una práctica dinámica y en constante evolución, por lo cual, no cabe duda que hay métodos, enfoques, principios y desarrollos novedosos que extralimitan los intereses de este Proyecto (por lo cual no se incluyen), pero que se deben conocer y analizar cuando la producción intelectual y las experiencias de campo así lo ameriten.

Respecto de métodos de valoración y sus clasificaciones, a parte de los mencionados en el Marco Teórico del capítulo 3, son relevantes los de Tascón (2002), Garcia & Montes (2018) y Labatut (2005):

(Tascón, 2002):

<b>Valoración Contable</b>	<b>Valoración Financiera</b>
Valor patrimonial	Método de renta
Valor de adquisición	Flujo de beneficios
Valor de producción	Flujo de caja
Valor de reposición	Flujo de dividendos
Valor de realización	
Valor de cotización	
Reembolso futuro	



(García & Montes, 2018):

<b>Valoración Simple</b>	<b>Valoración Dinámica</b>	<b>Valoración Compuesta</b>	<b>Otros</b>
Valor patrimonial	Expectativas futuras	Método clásico	Creación de valor para el accionista
Valor en libros	Flujo de caja	Método mixto	
Valor de liquidación	Flujo de beneficios	Método directo - anglosajón	Múltiplos
	Valor presente	Método de la UEC	Opciones reales
		(Unión de Expertos	
		Contables Europeos)	

(Labatut, 2005):

<b>Métodos tradicionales</b>	<b>Métodos comparativos o por múltiplos</b>	<b>Métodos por descuento de flujos</b>
Método patrimonial	Valoración relativa o por múltiplos	Descuento de flujos
Método analítico		Creación de valor
Método simple		
Método estático		
Método mixto - compuesto		

Para este Proyecto, resulta relevante examinar los métodos más aceptados y generalmente aplicados en la práctica profesional, que como se observa, coinciden con ser los únicos que los autores citados mencionan al unísono: Método patrimonial, Valoración por Múltiplos y Flujo de Caja Descontado.



### **Método Patrimonial.**

Clasificado como un método contable, simple, estático o tradicional, García & Montes (2018), lo describen como el método que consiste en calcular el valor patrimonial de la empresa, es decir, la suma de todos los elementos patrimoniales previamente registrados de forma individual (p. 4).

Ribeiro & Anson (2007), coinciden en afirmar que es un método basado en la contabilidad, puntualmente, en el valor neto contable del balance (Activos vs Pasivos), sin embargo, citan a la Asociación Española de Contabilidad y Administración (AECA), para resaltar que es un método de escasa utilidad por tratar con datos históricos y no considera determinados aspectos muy importantes en una valoración tales como: la obsolescencia, la inflación y el valor creado por la empresa, o goodwill. Agregan que, para corregir en cierta medida estas deficiencias se recurre al *Valor Contable Ajustado*, que es la actualización de activos y pasivos a valor de mercado (o de reposición) (p. 125 – 126), pero que presenta problemas “para activos en los que no existe mercado secundario de referencia ... como, por ejemplo, los bienes usados o muy específicos sin posibilidad de venta” (Labatut, 2005, pág. 23).

En palabras de Labatut (2005), este es el método más antiguo y en el que se ignoran por completo los Proyectos y la rentabilidad futura del negocio o empresa, que se recomienda principalmente para negocios en liquidación, negocios con resultados negativos, empresas con activos fijos muy importantes (inmuebles con plusvalía), valoración de pequeños negocios con apoyo de otro método basado en múltiplos y negocios donde es muy difícil realizar proyecciones a largo plazo (p. 23).

### **Valoración por Múltiplos.**

En palabras de Mascareñas (2011), el método de valoración por múltiplos:

Consiste en suponer que la empresa que se valora va a tener unos ratios similares a los de las empresas parecidas a ella, que reciben el nombre de empresas comparables. La



idea subyacente de este método es que la empresa objetivo de la valoración se comporta igual que sus compañías comparables y, por lo tanto, las relaciones entre las principales variables económico-financieras (los ratios o múltiplos) de aquella deben ser parecidas a las de éstas últimas (p. 343).

Respecto al ratio o ratios usados, estos mismos son los denominados múltiplos y consisten en la relación entre el precio de una transacción real y reciente (empresas no cotizadas), o valor bursátil de la empresa comparable y un parámetro o variable:

$$\text{Múltiplo} = \frac{\text{Precio o Valor Bursátil}}{\text{Parámetro o variable}}$$

Como variable se usan, entre otras, según la naturaleza del negocio, Beneficio, Ventas totales, Dividendos, EBIT, EBITDA, NOPAT, Flujo de caja libre, etc.

Según Labatut (2005, pág. 27 y 28), Aznar, Cayo & Cevallos (2016, pág. 89) y Mascareñas (2011, pág. 343), aunque la selección de empresas comparables es ardua porque no hay muchas empresas que coincidan en madurez, sector y producto / servicio, tamaño, riesgo, tasa de crecimiento, márgenes, infraestructura, expectativas del futuro, variables macroeconómicas, etc, se acepta en la practica una muestra de empresas comparables (poniendo de manifiesto las diferencias), y una interpretación cautelosa del valor obtenido, además de otro método de valoración complementario. Labatut recomienda realizar ajustes en los datos para que estos sean comparables, con técnicas como alisado de datos, cálculo de medias ponderadas, eliminación de dato atípicos y extremos, así como realizar descuentos por diferencia en liquidez, endeudamiento, etc. Mascareñas también sugiere ajuste por liquidez, derivado de la valoración de empresas no cotizadas con múltiplos de empresas cotizadas, reflejando la dificultad de vender acciones de este tipo de empresas.

A pesar de su aparente sencillez y utilidad, tiene dificultades y riesgos, por lo cual se recomienda, generalmente, como método de contraste y comprobación del método de Flujo de Caja Descontado.



## Método Flujo de Caja Descontado – FCD

Para el desarrollo de este Proyecto, el método FCD ha sido seleccionado, no solo porque “es el de mayor aceptación en la práctica profesional” (Marquéz, 2017, pág. 17), y “el más consistente desde el punto de vista del análisis financiero” (Mascareñas, 2001, pág. 2), sino, además, porque “en la actualidad, en general, se recurre a la utilización del método del descuento de los flujos de fondos porque constituye el único método de valoración conceptualmente correcto (Fernández, 1999)” (Ribeiro & Anson, 2007, pág. 128).

Adicionalmente el método, cuenta con una serie de características y bondades que se ajustan a la situación problema abordada. Por ejemplo, Copeland, Koller & Murrin (2003) afirman que, si bien los flujos no son fáciles de estimar, el FCD se puede utilizar para valorar no solo una empresa en su totalidad, sino oportunidades de inversión concretas o la estrategia de una unidad de negocio (p. 85), lo cual resulta óptimo teniendo en cuenta que LUXURYLINE no es una empresa formal, ni tradicional, pero si es un negocio en marcha con flujo de caja cierto y proyectable.

Respecto a las principales características del método seleccionado, el ya mencionado Marquéz (2017), sostiene que aplica para negocios en marcha sin ninguna consideración de liquidación o cese y, por lo tanto, se basa en su capacidad predecible de generación de resultados o flujos de caja futuros tanto en un periodo cercano en el tiempo como a perpetuidad (p. 8). Tapia (s.f.), por su parte, contribuye indicando que, para aplicar el método “la mayor parte de la información surge de la contabilidad misma sin perjuicio de que ésta no es la única fuente de información, requiriéndose también presupuestos, planes de negocios y Proyectos, tableros de control, etc.” (p. 2).

Sin embargo, debe entenderse que ni los flujos históricos, ni los flujos proyectados son per se el valor de la empresa o negocio, sino el *valor actual* de dichos flujos y una serie de ajustes que se desarrollan más adelante. Galindo (2005), lo aclara al mencionar que “su gran función es la de definir el valor de la empresa o de los activos como el *valor actualizado* de los resultados potenciales que generarán” (p. 27).



Mascareñas (2011) coincide con estos principios básicos y aborda uno de los componentes clave del método, el Flujo de Caja Libre, de la siguiente manera:

La empresa es un activo económico, por tanto, su valor estará basado únicamente en dicha promesa de generación de liquidez. Por consiguiente, para valorar una empresa deberemos estimar qué dinero líquido está en condiciones de proporcionar a lo largo del tiempo. Una vez hecho esto, actualizaremos dicha corriente de liquidez a la apropiada tasa de descuento ajustada al riesgo para obtener el valor de la empresa en la actualidad. A esa liquidez que se espera genere la empresa se le denomina flujo de caja libre (FCL). La palabra «libre» indica que ese dinero en efectivo se pone a disposición de los inversores en la empresa (accionistas y acreedores) para que lo utilicen en lo que deseen —de hecho, es su remuneración— porque, o no es necesario para la empresa, o no es rentable reinvertirlo en ella. (p.317).

El segundo componente clave del FCD es la tasa de descuento o tasa de actualización, que es “el cálculo del coste de capital, o coste asociado a las distintas fuentes de financiación de la empresa, o lo que es igual, a las rentabilidades exigidas por proveedores de recursos financieros (acreedores financieros y accionistas), que se determinará teniendo en cuenta el coste de oportunidad de otras inversiones” (Marquéz, 2017, pág. 21).

Lo demás componentes son abordados a detalle durante del diseño de la solución.



## 6. DISEÑO DE LA SOLUCIÓN

### 6.1 DISEÑO PRELIMINAR

En una primera estimación, el proceso consta de las siguientes actividades, que desarrolladas de manera secuencial y con las consideraciones y ajustes propios del Proyecto, deberían conducir a la valoración requerida:

1. Recopilación y análisis de los Estados Financieros Históricos
2. Proyección de Estado de Resultados y Flujo de Caja Libre
3. Determinación de los componentes de la Tasa de Descuento y cálculo de la misma
4. Determinación de la tasa de crecimiento y descuento del Valor terminal
5. Descuento de los Flujos de caja libre
6. Ajuste por deuda neta (activos y pasivos no afectos)
7. Sensibilización del resultado

En todo caso, en las fases de diseño detallado y especificación e incluso en la fase de implementación, pueden surgir nuevas actividades, así como el descarte de actividades acá mencionadas o consideraciones relevantes que no alcanzan a ser reveladas en una etapa temprana de propuesta de diseño.

Teniendo en cuenta el enfoque de este Proyecto y que existe limitación (de recursos y plazos) para adelantar una investigación de mercado sólida y relevante para realizar las proyecciones, se usarán para tal fin los ratios históricos de desempeño y de participación de costos y gastos sobre el ingreso total, así como las expectativas de los principales agentes del mercado financiero colombiano respecto de la tasa de crecimiento del PIB anual, como límite a la tasa de crecimiento para el cálculo del Valor Terminal.



## 6.2 DISEÑO CONCEPTUAL Y DETALLADO

Cada una de las actividades propuestas en el diseño preliminar, abarca un concepto, insumo y/o componente que debe ser abordado de manera detallada, con el fin no solo de exponer sus bases teóricas, sino de establecer los ajustes antes mencionados para el alcance del objetivo general.

### 1. Recopilación y análisis de los Estados Financieros Históricos

En la práctica, los EEFF Históricos se usan en valoración FCD con dos fines principales, el primero es el análisis financiero de la empresa o negocio a valorar y el segundo, como base para las proyecciones.

El análisis financiero pretende la comprensión detallada de la situación financiera y económica a un corte determinado. Para tal fin suelen identificarse hábitos, relaciones o estructuras tanto de momento como desde una visión de desempeño histórico (análisis vertical y horizontal), y a dicha comprensión cuantitativa, cuando es posible, se le amplía con la interpretación de las notas, revelaciones y dictámenes.

Para este caso, se debe tener en cuenta que LUXURYLINE no es una empresa ni unidad de negocio formal, de manera que se debe trabajar con registros contables no certificados, extractos de movimientos en cuenta de ahorros y lo más importante y relevante, con los registros de operaciones en Mercadopago, que, a pesar de no ser certificados, se tiene la certeza de que son inalterables y reflejan una a una las operaciones de desde 2018.

Mercadopago, como se describe en la explicación de la situación problema, es el insumo principal para obtener información cuantitativa de LUXURYLINE, pues la plataforma registra el detalle de cada operación y todos los costos y gastos asociados a la cuenta vendedora (de manera parcial desde 2013 a diciembre de 2017 y de manera total de enero de 2018 en adelante).



Los Estado de Situación Financiera, Estado de Resultados y Flujo de caja, provistos por la propietaria de LUXURYLINE fueron debidamente contrastados y confirmados usando los insumos antes mencionados.

El detalle puede ser consultado en la puesta a prueba.

## 2. **Proyección de Estado de Resultados y Flujo de Caja Libre**

### **Plazo de proyección.**

Tal como se mencionó en las alternativas y elección de la solución, el método FCD se basa en los flujos de caja futuros de un negocio en marcha. Si bien los datos históricos son punto de partida y de compresión de la actualidad del negocio, el modelo toma como datos de entrada las proyecciones de los flujos de caja libre de los siguientes años.

Respecto del plazo a considerar, en la práctica es común encontrar periodos “n” de 3, 5 y 10 años, determinados principalmente por la robustez de la empresa a valorar y la estabilidad de la economía en que opera, siendo 3 años el periodo usado para valoraciones con menos información y más incertidumbre y 10 años la regla general para empresas sólidas en mercados desarrollados.

Desde la teoría, para la valoración tradicional de empresas hay consenso entre los 5 y 10 años. Tapia (2020), por ejemplo, sugiere periodos entre 5 y 10 años, pero menciona que en la práctica se proyecta hasta que la Dirección se sienta cómoda, y en función de factores como el sector, la política de gestión y circunstancias especiales (p.4). Para Vidarte (2009), “el Flujo de Caja Libre refleja en cifras el efecto del plan de desarrollo de las empresas en el horizonte próximo, normalmente 5 años” (p. 106). Según Narváez (2008), “El periodo de proyección explícito abarca, generalmente, entre 8 y 10 años, cuestión que depende del tamaño o sector al que pertenece el negocio” (p. 25).

En cuanto a propuestas para micro y pequeñas empresas y adaptaciones a mercados emergentes (caso colombiano), el modelo de Garcia & Montes (2018), se desarrolla en un



horizonte de 5 años (p. 7), al igual que el de Tovar & Muñoz (2018). Estos últimos mencionan que el periodo de pronóstico está entre 5 y 10 años, pero sustentan su elección de 5 años en que “ese sería el máximo rango de tiempo para el que podría proyectarse de manera detallada el flujo de efectivo libre (García, 2003, p. 314)”, debido a que el Banco de la República de Colombia emite proyecciones macroeconómicas que no sobrepasan los 5 años.

Para este proyecto, se propone un periodo de proyección de 3 años, esto debido a que LUXURYLINE no es una empresa formal, es un negocio informal que se desarrolla en una economía emergente.

### **Proyección del Estado de Resultados.**

En manuales y guías de valoración es común que se mencione únicamente el Flujo de Caja Libre como insumo de valoración, sin embargo, para llegar al mismo de forma objetiva y matemáticamente correcta, es menester proyectar al menos: Estados de Resultados, Estado de Situación Financiera y Estado de Flujos de Efectivo.

Respecto al Estado de Resultados, en palabras de Bustamante (2011), es el segundo estado financiero básico más importante, y consiste en la presentación de los resultados de la operación empresarial en un periodo determinado, detallando los ingresos (logros) y los costos y gastos (esfuerzos) incurridos para alcanzar tales ingresos, de manera que, si los logros son mayores que los esfuerzos hay utilidad, pero en caso contrario hay pérdidas (p. 91 - 92).

Además, el mismo autor expresa que:

El ... Estado de resultados ... en combinación con los otros estados financieros básicos podrá:

- Evaluar la rentabilidad de la empresa.
- Estimar su potencial de crédito.
- Estimar la cantidad, el tiempo y la certidumbre de un flujo de efectivo.
- Evaluar el desempeño de la empresa.



- Medir riesgos.
- Repartir dividendos (p. 93).

En el marco de este Proyecto, teniendo en cuenta la información almacenada en Mercadopago y partiendo del cuerpo básico del Estado de Resultados, se proponen los siguientes componentes y estructura:

+ Ingresos ordinarios
- Devoluciones
<b>= Ingresos netos</b>
- Costo de ventas
<b>= Resultado Bruto</b>
- Gastos por comisión
- Gastos por envío
- Gastos por publicidad
<b>= Resultado Operativo</b>
- Impuestos
<b>= Resultado Neto</b>

Cada uno de los componentes anteriores y consideraciones son desarrollados en el capítulo de implementación.

### **Proyección del Flujo de Caja Libre.**

La Corporación Universitaria Asturias (2020) aborda el concepto de Flujo de Caja Libre así:

Para los socios de la empresa es muy importante conocer cuánto queda en la Caja después de hacer las inversiones necesarias para que el negocio continúe, es decir las inversiones en Necesidades Operativas de Fondos (NOF) y en otros Activos No Corrientes, necesarias para la marcha del negocio. A este Flujo de Caja se le conoce como el “Flujo de Caja Libre” o “Free Cash-Flow”.



El Flujo de Caja Libre es, por lo tanto, el saldo disponible para pagar a los Proveedores de fondos en la empresa: a) los accionistas (vía dividendos) y b) para cubrir el servicio de la deuda (intereses de la deuda + principal de la deuda) de la empresa, después de descontar las inversiones realizadas en Activos No Corrientes y NOF (p. 9).

Existen dos metodologías generales para calcular el Flujo de Caja Libre, directa e indirecta, sin embargo, en la literatura son variados los esquemas de cálculo y denominación de los componentes. A continuación, algunos ejemplos:

Marquéz (2017, pág. 13):

Beneficio Operativo Antes de Impuestos
+ Amortizaciones
- Impuesto sobre sociedades operativo
- Inversiones
+ - Variaciones en el fondo de maniobra
= Flujo de Caja Libre

Aznar, Cayo y Cevallos (2016, pág. 113):

Beneficio Neto (Resultado del ejercicio)
+ Amortizaciones
= Cash Flow
+ Gastos Financieros
- Inversión en Activos Fijos Operativos
- Inversión en NOF
= Flujo de Caja Libre

Mascareñas (2011, pág. 318):

Ingresos Operativos
- Costes Operativos
= Beneficio antes de Intereses, Impuestos y Amortizaciones (EBITDA)
- Amortizaciones
= Beneficio antes de Intereses e Impuestos (BAIT)
- Impuestos sobre el BAIT
= Beneficio antes de Intereses después de Impuestos (BAIDT)
+ Amortizaciones
= Flujo de Caja Bruto (FCB)
- Inversión en activo fijo
+ - Inversión neta en otros activos
= Flujo de Caja Libre (FCL)



Para este Proyecto, la propuesta de cálculo de Flujo de Caja Libre es la misma que para el Estado de Resultados. Esta situación particular se debe a la naturaleza y singularidad del negocio en estudio, específicamente por la ausencia de Activo Fijo y Pasivos:

+ Ingresos ordinarios
- Devoluciones
<b>= Ingresos netos</b>
- Costo de ventas
<b>= Resultado Bruto</b>
- Gastos por comisión
- Gastos por envío
- Gastos por publicidad
<b>= Resultado Operativo</b>
- Impuestos
<b>= Flujo de Caja Libre</b>

Como se observa en los ejemplos de autores citados, el Flujo de Caja Libre tiene estrecha relación con el Estado de Resultados, pero incluye, generalmente, los siguientes ajustes:

1. Gastos que no representan salida de dinero: En este grupo se incluyen conceptos como Amortización, Depreciación, Deterioros, etc.
2. Inversión en activos fijos – CAPEX: En la valoración tradicional se asume que las empresas realizan inversiones para adquirir nuevos activos productivos o sumar vida útil y valor a activos fijos actuales, con la intención de garantizar su capacidad de crear beneficios para la unidad de negocios.
3. Inversión en Necesidades Operativas de Fondos – NOF: Este concepto pretende calcular el monto suficiente para mantener el negocio en marcha de manera segura mientras se recaudan las cuentas por cobrar generadas por las ventas. Dicho monto debe cubrir los costos y gastos operacionales, así como permitir la venta a crédito.



4. En la práctica, el cálculo de mayor precisión y aceptación es: (Inventarios + Cuentas por cobrar a clientes + Tesorería operativa ajustada) – Cuentas por pagar a proveedores.
5. Gastos Financieros: Teniendo en cuenta que el Flujo de Caja Libre pretende evaluar el negocio en desarrollo sin tener en cuenta las fuentes de fondeo (accionistas y acreedores financieros), y el monto resultante es precisamente lo que queda disponible para repartir entre dichos fondeadores, si se parte de la Utilidad Neta para llegar al FCL, es necesario sumar los gastos derivados de los pasivos financieros, principalmente intereses.
6. Vale la pena recordar que el componente de capital o principal en la amortización de un pasivo no es un gasto.
7. Impuesto a las operaciones exclusivamente: Este ajuste se usa para calcular el impuesto exacto correspondiente al beneficio generado por la actividad – operación principal de la empresa o negocio, dado que en el Estado de Resultados el impuesto calculado tiene como base el resultado de todas las actividades del periodo, incluyendo resultados no operativos y resultados financieros.

En la valoración tradicional se incluye el concepto de escudo fiscal, pues los gastos por intereses reducen la base de cálculo del impuesto y por lo tanto su monto resultante.

Si es que se parte de la Utilidad Neta para calcular el FCL, deberá adicionarse a las deducciones la proporción de impuestos que está dejando de pagar por efecto de los intereses, si se parte del Resultado Operativo, se calcula y deduce el impuesto únicamente sobre esta base.

Mercadopago, como Fintech reconocida e integrada al sistema financiero colombiano, calcula y deduce de cada venta el monto correspondiente a la retención en la fuente a título de Impuesto de Renta, es decir, cada vez que hay una venta, la plataforma le resta al vendedor el impuesto y lo traslada a la Dirección de Impuestos Nacional, de manera que el impuesto para LUXURYLINE es netamente operativo y se genera y paga en el acto.



### 3. Determinación de los componentes y cálculo de la Tasa de Descuento

En palabras de Fernández (2008), los flujos de caja libre antes calculados se descuentan o actualizan usando el coste promedio ponderado del capital – CPPC (p.19), más conocido como tasa WACC (Weighted Average Cost of Capital):

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

Siendo:

D: Deuda financiera

Kd: Costo de la deuda financiera

E: Fondos propios

Ke: Costo de los fondos propios

T: Tasa impositiva

Marquéz (2017), lo plantea como:

La tasa de descuento a aplicar vendrá determinada por el cálculo del coste de capital, o coste asociado a las distintas fuentes de financiación de la empresa, o lo que es igual, a las rentabilidades exigidas por proveedores de recursos financieros (acreedores financieros y accionistas), que se determinará teniendo en cuenta el coste de oportunidad de otras inversiones (p.21).

LUXURYLINE no tiene deuda financiera (ni deuda de ninguna naturaleza), de manera que en este caso no es necesario desarrollar cálculos para los componentes de deuda financiera –D ni del costo de la misma –Kd.

Respecto a los fondos propios – E y su costo – Ke, debería existir en toda empresa, operación o unidad de negocio, una rentabilidad esperada por quienes como socios o inversionistas aportan los recursos para operar, sin embargo, no suele ser una tasa explícita



como en el caso de lo pactado en la deuda financiera. Ante tal complejidad, se han desarrollado diversos modelos y propuestas para estimar dicha tasa; la más usada y aceptada en la práctica es el modelo Capital Asset Pricing Model – CAPM.

Como lo indica la ESAN Graduate School Of Business ([www.esan.edu.pe](http://www.esan.edu.pe)), el CAPM fue diseñado para calcular el rendimiento que un inversionista debe exigir a un activo financiero teniendo en cuenta el riesgo sistemático<sup>12</sup>:

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im}(E(r_m) - r_f)$$

Siendo:

$E(r_i)$ : Rendimiento esperado

$r_f$ : Rendimiento Libre de Riesgo

$\beta_{im}$ : Beta (riesgo con respecto al mercado)

$E(r_m) - r_f$  : Prima del mercado

Para este Proyecto, al igual que en la práctica de valoraciones en economías emergentes, se sugiere incluir un ajuste al modelo CAPM basado en el *Riesgo País*. Ruíz et al (2021), se refieren a dicha propuesta así:

Mariscal y Lee (1993) propusieron la adición relativa de un indicador llamado riesgo país como medida de ajuste al modelo CAPM en mercados emergentes. El riesgo país es un indicador financiero y económico que señala la probabilidad de un país en incumplir sus obligaciones financieras y crediticias internacionales (Harvey, 2005). Este indicador hace referencia a todo riesgo concerniente tanto de carácter crediticio, político, de estabilidad gubernamental, así como de inversión, por lo que entre más alto sea el mismo, mayor será la percepción o grado de incumplimiento por parte del mercado acerca del país en cuestión,

---

<sup>12</sup>El riesgo sistemático, no diversificable o de mercado depende del propio mercado en el cual el activo financiero cotiza y por tanto no se puede reducir. El riesgo sistemático se mide a través de la beta y únicamente se puede reducir si no operamos en dicho mercado, y, por lo tanto, no adquirimos dicho título. ([www.ecomipedia.com](http://www.ecomipedia.com)).



por lo que será más alto su costo de inversión o de deuda (Kiguel y Lopetegui, 1997; Lee y Wang, 2020). Este factor de riesgo, tomaría en cuenta la diferencia entre la rentabilidad de un bono de Estados Unidos y la rentabilidad de un bono soberano del país en estudio, y así, compensar la exposición al riesgo adicional que inversionistas en países con mercados desarrollados asumen al invertir en mercados emergentes (Timurlenk y Kaptan, 2012) (p. 59).

De esta manera, la formulación para el cálculo del costo de los fondos propios – Ke basada en el modelo CAPM ajustado a mercados emergentes es:

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im}(E(r_m) - r_f) + R_p$$

Siendo:

$E(r_i)$ : Rendimiento esperado

$r_f$ : Rendimiento Libre de Riesgo

$\beta_{im}$ : Beta (riesgo con respecto al mercado)

$E(r_m) - r_f$ : Prima del mercado

$R_p$ : Riesgo País

Al respecto, Marquéz (2017), sugiere que la Tasa Libre de Riesgo – $R_f$ , se determine a partir del rendimiento de los Títulos de Deuda Pública, particularmente Deuda Pública a 10 años (p. 24). Otros autores le suman a esta sugerencia que los títulos de referencia sean específicamente los Bonos del Tesoro Americano al plazo que coincida con el horizonte temporal de la Valoración.



La beta  $-\beta$  desapalancada, será la calculada y publicada por el Profesor Damodaran<sup>13</sup> para mercados emergentes (*Total Beta By Industry Sector –Betas adjusted*) en la industria de Vestimenta – Indumentaria.

También se sugiere tomar la Prima de riesgo del mercado  $E(r_m) - r_f$ , de los cálculos del Profesor Damodaran, entendiéndose como la diferencia entre la media aritmética de los retornos históricos del S&P 500 y el U.S. T Bond del periodo 1928 – 2021.

Para el Riesgo País –  $R_p$ , puede tomarse el indicador EMBI calculado y publicado por el JP Morgan Chase, que alineado con la cita de Ruíz et al, refleja el diferencial entre el interés que pagan los bonos del Tesoro americano y los bonos en dólares emitidos por países emergentes, teniendo en cuenta que, mientras menor certeza de que el país honrará sus obligaciones, más alto será el EMBI de dicho país, y viceversa ([www.jpmorgan.com/insights](http://www.jpmorgan.com/insights)).

Entonces:

Tasa de descuento = Costo de los recursos propios ( $K_e$ ).

$K_e$  = Rendimiento de los Bonos del Tesoro Americano a 3 años + Beta desapalancada Damodaran para mercados emergentes, categoría vestimenta \* (Prima de riesgo del mercado Damodaran Stocks - T. Bonds 1928 - 2021) + Riesgo País (EMBI JP Morgan).

#### **4. Determinación de la Tasa de Crecimiento y cálculo y descuento del Valor Terminal**

En palabras de Aznar, Cayo, & Cevallos (2016), el Valor Terminal (o Valor Residual o Valor de Continuidad) es el valor de la empresa o negocio una vez ha terminado el plazo de proyección de los Flujos de Caja Libre, en el entendido que la operación continua y por

---

<sup>13</sup> Para este proyecto, todos los datos tomados del Profesor Damodaran son los publicados en su plataforma en línea “Damodaran Online”, sección “Current Data”. La fuente se relaciona al detalle en las referencias bibliográficas.



lo tanto los flujos se siguen creando (p. 120). Este componente es de alta importancia en la Valoración debido a la ya mencionada restricción para proyectar en plazos extensos (o infinitos) y considerando que las proyecciones más allá de 10 años son ineficientes porque entre más lejano el flujo, menor es su valor presente, tendiendo a cero.

Además, en cuanto a su relevancia, Tovar y Muñoz (2018, pág. 151) mencionan que:

Es importante hacer notar que el valor residual puede llegar a representar, en algunos casos, más del 60% o el 70% del valor de la empresa” (Rojo, 2007, p. 103). Koller, Goedhart y Wessels (2010) mencionan como ejemplo, la participación promedio de esta variable sobre el valor total de las compañías en 4 industrias, dado un pronóstico de 8 años, representando desde un 56% hasta un 125% del valor total de las empresas.

Para calcular el Valor Terminal al último año del plazo de proyección se debe tener en cuenta que “no existe un único método ... pero sí se conoce que dicho valor depende de los supuestos manejados a priori para el cálculo de los flujos de caja” (Narváez, 2008, pág. 39). En la práctica es común partir del último Flujo calculado, en este caso el FCL año 3 y proyectarlo teniendo en cuenta la tasa de crecimiento perpetuo estimada, para finalmente hallar el Valor Presente (en N=3) de una perpetuidad dividiendo el Flujo 4 entre el diferencial de la Tasa de descuento del ejercicio y la tasa de crecimiento:

$$VR_n = ((\text{Flujo de Caja Libre } 3) * (1 + \text{Tasa de crecimiento})) / (\text{Tasa de descuento} - \text{Tasa de crecimiento})$$

Respecto a la Tasa de crecimiento “g”, tal como lo indican Garcia y Montes (2018, págs. 5-6), al enfocarse desde una perspectiva optimista, se asume que los flujos de caja a perpetuidad crecerán periódicamente, sin embargo, para aportar precisión, otros autores sugieren que esta tasa refleje indicadores específicos, como:

1. Tovar & Muñoz (2018, pág. 151 y 157): Tasa de crecimiento del sector o: Autores como Revello (2014), Sequeda (2014) y Sosa (2014), expresan que la tasa de crecimiento a perpetuidad debiera ser relativamente pequeña y no



superior a la inflación o al crecimiento futuro de la economía del país donde desarrolla sus actividades, cuyo referente es el Producto Interno Bruto (PIB) y “estar en línea con el crecimiento del mercado y el nivel de competitividad del mismo” (Milla y Martínez, s.f., p. 36).

2. Marquéz (2017, págs. 19-20): No deberá normalmente ser superior a los crecimientos esperados de la economía, PIB, o Inflación.
3. Galindo (2005, pág. 42): Inflación.
4. Aznar, Cayo & Cevallos (2016, pág. 121 y 171): Media geométrica del crecimiento de la Cifra de Ventas o Inflación prevista + Incremento del PIB previsto. Crecimiento de los flujos de caja.
5. Copeland, Koller & Murrin (2003, pág. 331): Tasa de crecimiento esperado del Flujo de Caja Libre a perpetuidad.

Para este Proyecto, la propuesta es calcular la Tasa de Crecimiento Anual Compuesta – CAGR del Flujo de Caja Libre con todos los datos periódicos disponibles (incluyendo proyectados), cuidando de no exceder el resultado de la suma de la Inflación y crecimiento del PIB previstos, estos últimos extraídos de la Encuesta mensual de expectativas de analistas económicos, del Banco de la República<sup>14</sup>.

## **5. Descuento de los Flujos de Caja Libre**

Teniendo en cuenta que se proyectarán 3 años de Flujo de Caja Libre y se cuenta con la propuesta de metodología para la determinación de la Tasa de Descuento, corresponde actualizar el valor de dichos flujos para hacerlos comparables y operables en el momento de la Valoración, haciendo uso de la formula del Valor Presente:

---

<sup>14</sup> <https://www.banrep.gov.co/es/estadisticas/encuesta-mensual-expectativas-analistas-economicos>



$VP = \text{Sumatoria de } [ \text{Valor Futuro } N / (1 + \text{Tasa de descuento}) ^ N ] + \text{Valor Terminal} / (1 + \text{Tasa de descuento}) ^ N$

$\text{Valor Presente de los Flujos de Caja Libre} = \text{Flujo de Caja Libre } 1 / (1 + \text{Tasa de descuento}) ^ 1 + \text{Flujo de Caja Libre } 2 / (1 + \text{Tasa de descuento}) ^ 2 + \text{Flujo de Caja Libre } 3 / (1 + \text{Tasa de descuento}) ^ 3 + \text{Valor Terminal} / (1 + \text{Tasa de descuento}) ^ 3$

## **6. Ajuste por deuda neta (activos y pasivos no afectos)**

Teniendo en cuenta que durante la realización de las proyecciones del Flujo de Caja Libre no se incluyen ingresos diferentes a los operativos u ordinarios de la actividad, ni gastos por intereses, es preciso que al valor obtenido de la sumatoria de Flujos y el Valor Terminal (Enterprise Value), se le sumen los activos no relacionados con la actividad y se le resten los pasivos financieros. Este ajuste permite llegar al Equity Value.

En palabras de Mascareñas (2011), para llegar al valor teórico de las acciones de la empresa (Equity Value), se parte del Enterprise Value, al cual se le suman los activos o inversiones no operativas (Caja y equivalentes e inversiones financieras) y se le restan los pasivos financieros y las acciones preferentes (p. 334).

Copeland, Koller y Murrin (2003), describen el Valor de los Recursos Propios (Equity Value), como:

Valor de sus recursos de explotación, más el de sus activos ajenos a la explotación, tales como las inversiones en negocios no relacionados ni consolidados, menos el valor de su deuda y de su pasivo no operativo (p. 183).

## **7. Sensibilización del resultado**

Aunque los desarrollos y actualizaciones de los métodos de valoración persiguen, entre otros, la objetividad, no está de más resaltar que aún no existe un método con precisión del 100%, teniendo en cuenta que incluye posiciones e interpretaciones del valuador, así



como riesgos e incertidumbre, razón por la cual, es considerada como buena práctica la sensibilización del resultado obtenido, generando así un intervalo o una serie de escenarios que permiten a las contrapartes involucradas hacerse a un panorama más amplio respecto del valor del negocio o empresa y por lo tanto una herramienta más sólida para la negociación del precio final de la transacción.

En este sentido, en la práctica, los informes de valoración suelen incluir un apartado de “Análisis de Sensibilidad” en el cual se incluye una matriz de doble entrada que devuelve el resultado de la valoración en escenarios diferentes, por ejemplo:

Análisis de sensibilidad - Equity Value					
Tasa de descuento	Tasa de crecimiento "g"				
	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%
14,5%	\$ 109	\$ 101	\$ 113	\$ 115	\$ 118
15,0%	\$ 106	\$ 107	\$ 109	\$ 111	\$ 113
15,5%	\$ 103	\$ 104	\$ 106	\$ 108	\$ 109
16,0%	\$ 101	\$ 102	\$ 103	\$ 105	\$ 106
16,5%	\$ 99	\$ 100	\$ 101	\$ 102	\$ 104

Las variables para sensibilizar dependen, entre otros, del momento histórico, el objetivo de la valoración y el peso relativo de las variables individuales sobre el resultado final, sin embargo, en la teoría se sugiere sensibilizar:

1. Mascareñas (2011, pág. 334): Tasa de crecimiento perpetuo “g”
2. Marquéz (2017, pág. 28): Las principales hipótesis de la proyección de flujos, las tasas de descuento y los crecimientos esperados.
3. Garcia & Montes (2018, pág. 11): Variables más relevantes de la valoración como lo son el crecimiento en ventas y el porcentaje de gastos de administración.
4. Tovar & Muñoz (2018, pág. 151): se definen mínimo tres escenarios: pesimista, base y optimista, teniendo en cuenta las variables claves del Estado de Resultados y el Estado de Situación Financiera y de otro lado, parámetros de valoración como la tasa de descuento y la tasa de crecimiento a perpetuidad



del valor residual (Revello, 2014) para determinar un rango de valores para la valoración financiera. Koller, Goedhart y Wessels (2010) recomiendan apuntar a un rango de valoración de más o menos un 15%, similar al utilizado por muchos banqueros de inversión.

5. Copeland, Koller & Murrin (2003, pág. 356): Hay que examinar y comprender el grado en que pueden cambiar las variables subyacentes (del modelo), a cada escenario y asignarle a cada escenario la probabilidad de que se haga realidad. Esto implica que el proceso de valoración sea en sí mismo un proceso circular.

Cabe mencionar, que tal como lo indica Mascareñas (2001), el análisis de escenarios futuros debe abarcar desde los más desventajosas hasta los más optimistas, asociados a la probabilidad de ocurrencia (p. 6).

Para los resultados de la valoración de LUXURYLINE, no se establecerán a priori las variables para análisis de sensibilidad. La propuesta es que durante la etapa de *puesta a prueba* se señale un conjunto de datos de entrada específicos que en la *etapa de evaluación* permitan no solo generar escenarios y análisis sino también validar la consistencia del modelo. Es importante delimitar este proceso, fijando rangos y variables ya que “podrá arrojar tantos valores como hipótesis sobre el comportamiento de las variables básicas se deseen utilizar” (Narváez, 2008, pág. 40).



## 6.4 ESPECIFICACIÓN

Actividad	Recursos	Semana					
		1	2	3	4	5	6
1. Recopilación y análisis de los Estados Financieros Históricos	EEFF Históricos - Hoja de cálculo						
2. Proyección de Estado de Resultados y Flujo de Caja Libre	EEFF Históricos - Informes de Mercadopago - Comprobantes y extractos bancarios - Hoja de cálculo						
3. Determinación de los componentes de la Tasa de Descuento y cálculo de esta	Herramienta buscadora en internet, con acceso a Departamento del tesoro americano, Damodaran Online y JP Morgan - Hoja de cálculo						
4. Determinación de la tasa de crecimiento y descuento del Valor terminal	EEFF Históricos - Herramienta buscador en internet con acceso a Banco de la República Colombia - Hoja de cálculo						
5. Descuento de los Flujos de caja libre	Hoja de cálculo						
6. Ajuste por deuda neta (activos y pasivos no afectos)	EEFF Históricos - Informes de Mercadopago - Comprobantes y extractos bancarios - Hoja de cálculo						
7. Sensibilización del resultado	Hoja de cálculo						



## 7. IMPLEMENTACIÓN

### 7.1 PUESTA A PRUEBA

Cifras en dólar americano (USD).

e: estimado.

#### 1. Recopilación y análisis de los Estados Financieros Históricos.

##### 1. 1. Recopilación de los Estados Financieros Históricos

##### Estado de Resultados

	2018	2019	2020	2021	2022e
+ Ingresos ordinarios	\$ 48.212	\$ 54.586	\$ 50.796	\$ 53.102	\$ 56.396
- Devoluciones	\$ 1.109	\$ 1.474	\$ 660	\$ 584	\$ 1.128
<b>= Ingresos netos</b>	<b>\$ 47.103</b>	<b>\$ 53.112</b>	<b>\$ 50.136</b>	<b>\$ 52.518</b>	<b>\$ 55.268</b>
- Costo de ventas	\$ 14.225	\$ 15.668	\$ 15.693	\$ 17.016	\$ 16.580
<b>= Resultado Bruto</b>	<b>\$ 32.878</b>	<b>\$ 37.444</b>	<b>\$ 34.443</b>	<b>\$ 35.502</b>	<b>\$ 38.688</b>
- Depreciación					
- Gastos por comisión	\$ 4.710	\$ 5.311	\$ 5.014	\$ 5.252	\$ 5.527
- Gastos por envío	\$ 7.889	\$ 8.932	\$ 8.312	\$ 8.689	\$ 9.228
- Gastos por publicidad	\$ 4.534	\$ 4.836	\$ 5.038	\$ 5.541	\$ 6.045
<b>= Resultado Operativo</b>	<b>\$ 15.745</b>	<b>\$ 18.365</b>	<b>\$ 16.080</b>	<b>\$ 16.020</b>	<b>\$ 17.887</b>
- Impuestos	\$ 801	\$ 903	\$ 852	\$ 893	\$ 940
<b>= Resultado Neto</b>	<b>\$ 14.944</b>	<b>\$ 17.462</b>	<b>\$ 15.228</b>	<b>\$ 15.127</b>	<b>\$ 16.948</b>

##### Flujo de caja

	2018	2019	2020	2021	2022e
Utilidad Neta	\$ 14.944	\$ 17.462	\$ 15.228	\$ 15.127	\$ 16.948
(+) Depreciación	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>Flujo de Caja de Operación</b>	<b>\$ 14.944</b>	<b>\$ 17.462</b>	<b>\$ 15.228</b>	<b>\$ 15.127</b>	<b>\$ 16.948</b>
(+/-) Cambio en CxC	\$ 1.308	\$ 167	\$ 83	\$ 66	\$ 76
(+/-) Cambio en Inventario	-\$ 112	\$ 125	\$ 62	\$ 50	\$ 57
<b>Flujo de Caja de Inversión</b>	<b>\$ 13.747</b>	<b>\$ 17.170</b>	<b>\$ 15.373</b>	<b>\$ 15.011</b>	<b>\$ 16.814</b>
(+/-) Cambio en Equipo de oficina	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
(+/-) Cambio en Equipo de computo	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>Flujo de Caja de Financiación</b>	<b>\$ 13.747</b>	<b>\$ 17.170</b>	<b>\$ 15.373</b>	<b>\$ 15.011</b>	<b>\$ 16.814</b>
(+/-) Utilidades Repartidas	\$ -	\$ 13.450	\$ 15.716	\$ 13.705	\$ 13.614
<b>Flujo de Caja del Periodo</b>	<b>\$ 13.747</b>	<b>\$ 3.720</b>	<b>\$ 343</b>	<b>\$ 1.306</b>	<b>\$ 3.200</b>
Caja Anterior	\$ 2.799	\$ 16.546	\$ 20.266	\$ 19.923	\$ 21.229
<b>Caja Final</b>	<b>\$ 16.546</b>	<b>\$ 20.266</b>	<b>\$ 19.923</b>	<b>\$ 21.229</b>	<b>\$ 24.429</b>



## Estado de Situación Financiera

	2018	2019	2020	2021	2022e
<b>ACTIVOS</b>	\$ 20.541	\$ 24.553	\$ 24.066	\$ 25.488	\$ 28.821
Caja y equivalentes	\$ 16.546	\$ 20.266	\$ 19.923	\$ 21.229	\$ 24.429
Cuentas por cobrar	\$ 1.308	\$ 1.475	\$ 1.393	\$ 1.459	\$ 1.535
Inventario de mercancías	\$ 981	\$ 1.107	\$ 1.044	\$ 1.094	\$ 1.151
Equipo de oficina	\$ 238	\$ 238	\$ 238	\$ 238	\$ 238
Equipo de computo	\$ 1.468	\$ 1.468	\$ 1.468	\$ 1.468	\$ 1.468
<b>PASIVOS</b>	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>PATRIMONIO</b>	\$ 20.541	\$ 24.553	\$ 24.066	\$ 25.488	\$ 28.821
Capital	\$ 5.597	\$ 5.597	\$ 5.597	\$ 5.597	\$ 5.597
Resultado del ejercicio	\$ 14.944	\$ 17.462	\$ 15.228	\$ 15.127	\$ 16.948
Resultado acumulado	\$ -	\$ 1.494	\$ 3.241	\$ 4.763	\$ 6.276

## 1. 2. Análisis de los Estados Financieros Históricos

### Estado de Resultados

	Sumatoria	Anual USD A. Vertical	CAGR -4
+ Ingresos ordinarios	\$ 263.093	100%	4,0%
- Devoluciones	\$ 4.955	2%	0,4%
<b>= Ingresos netos</b>	<b>\$ 258.138</b>	<b>98%</b>	<b>4,1%</b>
- Costo de ventas	\$ 79.182	30%	3,9%
<b>= Resultado Bruto</b>	<b>\$ 178.956</b>	<b>68%</b>	<b>4,2%</b>
- Gastos por comisión	\$ 25.814	10%	4,1%
- Gastos por envío	\$ 43.052	16%	4,0%
- Gastos por publicidad	\$ 25.994	10%	7,5%
<b>= Resultado Operativo</b>	<b>\$ 84.097</b>	<b>32%</b>	<b>3,2%</b>
- Impuestos	\$ 4.388	2%	4,1%
<b>= Resultado Neto</b>	<b>\$ 79.708</b>	<b>30%</b>	<b>3,2%</b>

**CAGR -4:**  $(\text{Valor final} / \text{Valor inicial})^{(1/n)} - 1$ : Crecimiento anual compuesto de los 4 periodos analizados.



## Estado de Situación Financiera

Al 31 diciembre USD

	Promedio	A. Vertical	CAGR -4
<b>ACTIVOS</b>	<b>\$ 24.694</b>	<b>100%</b>	<b>8,84%</b>
Caja y equivalentes	\$ 20.478	83%	10,23%
Cuentas por cobrar	\$ 1.434	6%	4,08%
Inventario de mercancías	\$ 1.076	4%	4,08%
Equipo de oficina	\$ 238	1%	0,00%
Equipo de computo	\$ 1.468	6%	0,00%
<b>PASIVOS</b>	<b>\$ -</b>	<b>NA</b>	<b>NA</b>
<b>PATRIMONIO</b>	<b>\$ 24.694</b>	<b>100%</b>	<b>8,84%</b>
Capital	\$ 5.597	23%	0,00%
Resultado del ejercicio	\$ 15.942	65%	3,20%
Resultado acumulado	\$ 3.155	13%	61,34%

## 2. Proyección de Estado de Resultados y Flujo de Caja Libre.

### 2. 1. Proyección de Estado de Resultados

	2023	2024	2025
+ Ingresos ordinarios	\$ 58.650	\$ 60.995	\$ 63.433
- Devoluciones	\$ 1.105	\$ 1.149	\$ 1.195
<b>= Ingresos netos</b>	<b>\$ 57.546</b>	<b>\$ 59.846</b>	<b>\$ 62.238</b>
- Costo de ventas	\$ 17.652	\$ 18.357	\$ 19.091
<b>= Resultado Bruto</b>	<b>\$ 39.894</b>	<b>\$ 41.489</b>	<b>\$ 43.147</b>
- Depreciación	\$ 341	\$ 341	\$ 341
- Gastos por comisión	\$ 5.755	\$ 5.985	\$ 6.224
- Gastos por envío	\$ 9.597	\$ 9.981	\$ 10.380
- Gastos por publicidad	\$ 5.795	\$ 6.026	\$ 6.267
<b>= Resultado Operativo</b>	<b>\$ 18.747</b>	<b>\$ 19.497</b>	<b>\$ 20.276</b>
- Impuestos	\$ 978	\$ 1.017	\$ 1.058
<b>= Resultado Neto</b>	<b>\$ 17.769</b>	<b>\$ 18.479</b>	<b>\$ 19.218</b>



## 2. 2. Proyección de Flujo de Caja

	2023	2024	2025
Utilidad Neta	\$ 17.769	\$ 18.479	\$ 19.218
(+) Depreciación	\$ 341	\$ 341	\$ 341
<b>Flujo de Caja de Operación</b>	<b>\$ 18.110</b>	<b>\$ 18.820</b>	<b>\$ 19.559</b>
(+/-) Cambio en CxC	\$ 63	\$ 64	\$ 66
(+/-) Cambio en Inventario	\$ 49	\$ 48	\$ 50
<b>Flujo de Caja de Inversión</b>	<b>\$ 17.998</b>	<b>\$ 18.709</b>	<b>\$ 19.443</b>
(+/-) Cambio en Equipo de oficina	\$ -	\$ -	\$ -
(+/-) Cambio en Equipo de computo	\$ -	\$ -	\$ -
<b>Flujo de Caja de Financiación</b>	<b>\$ 17.998</b>	<b>\$ 18.709</b>	<b>\$ 19.443</b>
(+/-) Utilidades Repartidas	\$ 15.253	\$ 15.992	\$ 16.631
<b>Flujo de Caja del Periodo</b>	<b>\$ 2.745</b>	<b>\$ 2.716</b>	<b>\$ 2.811</b>
Caja Anterior	\$ 24.429	\$ 27.174	\$ 29.891
<b>Caja Final</b>	<b>\$ 27.174</b>	<b>\$ 29.891</b>	<b>\$ 32.702</b>

## 2. 3. Proyección de Estado de Situación Financiera

	2023	2024	2025
<b>ACTIVOS</b>	<b>\$ 31.337</b>	<b>\$ 33.824</b>	<b>\$ 36.411</b>
Caja y equivalentes	\$ 27.174	\$ 29.891	\$ 32.702
Cuentas por cobrar	\$ 1.598	\$ 1.662	\$ 1.729
Inventario de mercancías	\$ 1.200	\$ 1.248	\$ 1.298
Equipo de oficina	\$ 190	\$ 143	\$ 95
Equipo de computo	\$ 1.174	\$ 881	\$ 587
<b>PASIVOS</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>
<b>PATRIMONIO</b>	<b>\$ 31.337</b>	<b>\$ 33.824</b>	<b>\$ 36.411</b>
Capital	\$ 5.597	\$ 5.597	\$ 5.597
Resultado del ejercicio	\$ 17.769	\$ 18.479	\$ 19.218
Resultado acumulado	\$ 7.971	\$ 9.748	\$ 11.596



## 2. 4. Proyección del Flujo de Caja Libre

	2023	2024	2025	
<b>Beneficio Operativo Antes de Impuestos</b>	\$ 18.406	\$ 19.156	\$ 19.935	
+ Amortizaciones / Depreciaciones	\$ 341	\$ 341	\$ 341	
- Impuesto sobre sociedades operativo	\$ 978	\$ 1.017	\$ 1.058	Marquéz
- Inversiones	\$ -	\$ -	\$ -	
'+/- Variaciones en el fondo de maniobra	\$ 112	\$ 112	\$ 116	
<b>= Flujo de Caja Libre</b>	<b>\$ 17.657</b>	<b>\$ 18.367</b>	<b>\$ 19.102</b>	
<b>Beneficio Neto (Resultado del ejercicio)</b>	<b>\$ 17.428</b>	<b>\$ 18.138</b>	<b>\$ 18.877</b>	
+ Amortizaciones / Depreciaciones	\$ 341	\$ 341	\$ 341	
= Cash Flow	\$ 17.769	\$ 18.479	\$ 19.218	Aznar, Cayo y Cevallos
+ Gastos Financieros	\$ -	\$ -	\$ -	
- Inversión en Activos Fijos Operativos	\$ -	\$ -	\$ -	
'+/- Inversión en NOF	\$ 112	\$ 112	\$ 116	
<b>= Flujo de Caja Libre</b>	<b>\$ 17.657</b>	<b>\$ 18.367</b>	<b>\$ 19.102</b>	
<b>Ingresos Operativos</b>	<b>\$ 57.546</b>	<b>\$ 59.846</b>	<b>\$ 62.238</b>	
- Costes Operativos	\$ 38.798	\$ 40.349	\$ 41.962	
= Beneficio antes de Intereses, Impuestos y Amortizaciones (EBITDA)	\$ 18.747	\$ 19.497	\$ 20.276	
- Amortizaciones	\$ 341	\$ 341	\$ 341	
= Beneficio antes de Intereses e Impuestos (BAIT)	\$ 18.406	\$ 19.156	\$ 19.935	
- Impuestos sobre el BAIT	\$ 978	\$ 1.017	\$ 1.058	Mascareñas
= Beneficio antes de Intereses después de Impuestos (BAIDT)	\$ 17.428	\$ 18.138	\$ 18.877	
+ Amortizaciones	\$ 341	\$ 341	\$ 341	
= Flujo de Caja Bruto (FCB)	\$ 17.769	\$ 18.479	\$ 19.218	
- Inversión en activo fijo	\$ -	\$ -	\$ -	
'+/- Inversión neta en otros activos	\$ 112	\$ 112	\$ 116	
<b>= Flujo de Caja Libre (FCL)</b>	<b>\$ 17.657</b>	<b>\$ 18.367</b>	<b>\$ 19.102</b>	

## 3. Determinación de los componentes de la Tasa de Descuento y cálculo de esta.

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im}(E(r_m) - r_f) + R_p$$

Ke= Rendimiento de los Bonos del Tesoro Americano a 3 años + Beta desapalancada Damodaran para mercados emergentes, categoría vestimenta \* (Prima de riesgo del mercado Damodaran Stocks - T. Bonds 1928 - 2021) + Riesgo País (EMBI JP Morgan).

Rf: 4,34%

Bim: 0,85

E(r<sub>m</sub> - r<sub>f</sub>): 6,71%

Rp: 3,72%

$$Ke = 0,0434 + 0,85*(0,0671) + 0,0372 = 0,1376 = 13.76\%$$



#### 4. Determinación de la tasa de crecimiento y descuento del Valor terminal.

Tasa de crecimiento “g”, entendida como el Crecimiento Anual Compuesto – CAGR, del Flujo de Caja Libre para los periodos analizados, incluyendo los años proyectados:

	1		2		3		Periodos proyectados		1		2		3			
	2018		2019		2020		2021		2022		2023		2024		2025	
Flujo de Caja Libre (FCL) \$	13.747	\$	17.170	\$	15.373	\$	15.011	\$	16.814	\$	17.657	\$	18.367	\$	19.102	
															CAGR	4,81%

$$\text{CAGR} = (\$19.102 / \$13.747)^{1/(8-1)} - 1 = 4,81\%$$

Para el cálculo del Valor Terminal, se parte del Flujo N+1 o flujo 4 (año 2026), el cual está determinado por: (Flujo de Caja Libre 3) \* (1+ Tasa de crecimiento)

$$\text{Flujo N4} = \$19.102 * (1 + 0,0481) = \$20.020$$

Con el Flujo N+1 calculado, se procede a calcular el Valor Terminal, usando la formula del Valor Presente de una Perpetuidad: (Flujo N4) / (Tasa de descuento - Tasa de crecimiento):

$$\text{Valor Terminal} = (\$20.020) / (0,1376 - 0,0481) = \$223.642$$

#### 5. Descuento de los Flujos de Caja Libre.

En este punto corresponde actualizar cada uno de los tres (3) flujos proyectados más el Valor Terminal, de manera que su sumatoria corresponda al Valor Presente de los flujos en el momento 0 (momento en el cual se realiza el ejercicio).

$$\text{VP} = \text{Sumatoria de } [\text{Valor Futuro N} / (1 + \text{Tasa de descuento})^N] + \text{Valor Terminal} / (1 + \text{Tasa de descuento})^N$$



	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>VT</b>
	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	
<b>Flujo de Caja Libre (FCL)</b>	\$ 17.657	\$ 18.367	\$ 19.102	\$ 223.642
<b>VP</b>	\$ 15.521	\$ 14.192	\$ 12.974	\$ 151.896
	<b>Enterprise Value</b>			<b>\$ 194.582</b>

## 6. Ajuste por deuda neta (activos y pasivos no afectos).

El valor de la empresa (Enterprise Value), se debe ajustar para llegar la Valor de los recursos propios (Equity Value). En el caso de LUXURYLINE, el único activo no operativo registrado en el Estado de Situación Financiera al cierre 2022 es la caja, que se debe sumar al Enterprise Value.

Al no contar con pasivos, no es necesario restar ningún monto:

Enterprise Value	\$	194.582
Activos no operativos +	\$	24.429
Pasivos Financieros -	\$	-
<b>Equity Value</b>	<b>\$</b>	<b>219.011</b>

## 7. Sensibilización del resultado.

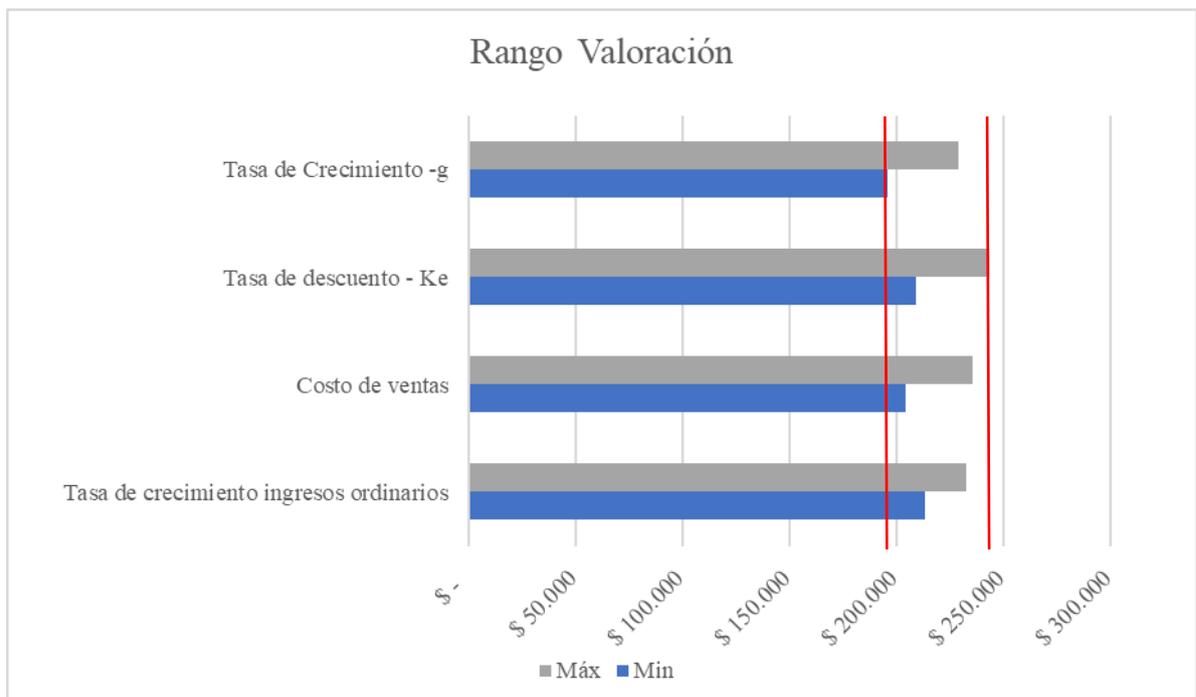
Si bien el modelo arroja un resultado único de Valoración de USD 219.011, todos los datos de entrada que lo alimentan son susceptibles de sufrir desviaciones que tienen algún nivel de impacto sobre el resultado (sensibilidad), una facilidad o dificultad para calcular el dato proyectado (riesgo predictivo) y una probabilidad de ocurrencia de desvío estadísticamente sustentada. Para el caso, partiendo de la premisa de mínimo riesgo predictivo, el ejercicio de sensibilización se enfoca en cuatro (4) variables que tienen el mayor impacto en el resultado, pero sin incluir el análisis de una probabilidad estadística de ocurrencia. Al respecto, existen metodologías y herramientas para calcular dicha probabilidad que pueden hacer los análisis más precisos, pero que no hacen parte del alcance de este Proyecto.



1. Tasa de crecimiento de ingresos ordinarios
2. Costo de ventas
3. Tasa de descuento – Ke
4. Tasa de crecimiento – g

El análisis de sensibilidad se realiza asignando valores a cada una de las variables en un rango determinado por la administración y el valuador que resultan coherentes según los datos previamente observados y las expectativas usadas para proyectar:

		Tasa de crecimiento ingresos ordinarios				
		\$ 219.011	3,5%	4,0%	4,5%	5,0%
Costo de ventas	29,1%	\$ 228.521	\$ 235.421	\$ 242.668	\$ 250.288	
	29,6%	\$ 220.557	\$ 227.033	\$ 233.825	\$ 240.954	
	30,1%	\$ 212.930	\$ <b>219.011</b>	\$ 225.380	\$ 232.056	
	30,6%	\$ 205.619	\$ 211.332	\$ 217.308	\$ 223.562	
	31,1%	\$ 198.605	\$ 203.975	\$ 209.584	\$ 215.448	
		Tasa de descuento - Ke				
		\$ 219.011	12,8%	13,3%	13,76%	14,3%
Tasa de Crecimiento	3,3%	\$ 213.462	\$ 203.951	\$ 195.350	\$ 187.535	
	3,8%	\$ 222.338	\$ 211.865	\$ 202.445	\$ 193.925	
	4,3%	\$ 232.265	\$ 220.664	\$ 210.290	\$ 200.958	
	4,81%	\$ 243.441	\$ 230.503	\$ <b>219.011</b>	\$ 208.734	
	5%	\$ 256.115	\$ 241.580	\$ 228.764	\$ 217.379	





El análisis de sensibilidad para la Valoración de LUXRYLINE indica que el precio de la transacción debería ubicarse en el rango comprendido entre USD195.000 y USD243.000. Sin embargo, para cerrar esta brecha de USD48.000, se debe tener en cuenta que, de las cuatro variables con mayor impacto, puede existir alguna que a criterio experto (sin cálculo estadístico), tenga la mayor probabilidad de resultar diferente a la proyectada y en ese sentido podría ser la variable de mayor foco y análisis. Entendiéndose que en este Proyecto no se desarrollarán modelos estadísticos para abordar este tema, se ha elegido, a modo de ejemplo, la Tasa de Crecimiento – g como la variable que más probabilidad de desvío real tiene frente a lo proyectado y, por lo tanto, el rango de valoración se reduce a USD195.000 – USD 229.000.

## 7.2 EVALUACIÓN

Las pruebas realizadas se dividen en dos grandes grupos, primero las validaciones de coherencia de los Estados financieros históricos y proyectados y segundo la sensibilización del resultado final.

En el primer caso, las pruebas no requieren capítulo independiente ni la inclusión del detalle, pues se trata de validaciones contables que se realizan en el archivo de trabajo y que dan la certeza inicial de que la información contenida en Estado de Resultados, Estado de Situación Financiera y Flujo de caja coincide y por lo tanto es matemática y contablemente correcta. En este Proyecto no se encontró inconsistencias o fallas en ese sentido.

Respecto a la sensibilización de resultado, en el apartado anterior se desarrolla todo el ejercicio y consideraciones relevantes.

Vale la pena resaltar que previamente se establecieron indicadores de éxito (1. Suficiencia y calidad de la información disponible. 2. Validación de la metodología desde la teoría. 3. Modelo y resultado consistente al realizar pruebas de sensibilidad.), que se cumplieron.



Universidad de Buenos Aires  
Facultad de Ciencias Económicas  
Escuela de Estudios de Posgrado



Queda para desarrollos posteriores el análisis de la probabilidad de ocurrencia de desvío de las variables sensibilizadas para dar mayor precisión al rango de la valoración y la exploración en nuevas metodologías de valoración fuera de las reconocidas en la bibliografía tradicional que pudiera complementar esta propuesta.



## 8. CONCLUSIONES

La forma de hacer negocios, a pesar de conservar su esencia, se ha adaptado a las realidades socioeconómicas y se ha visto ampliamente influenciada por el avance de la tecnología en diversos frentes. Luxuryline es el caso ejemplar de una nueva forma hacer negocios, dentro de variadas opciones, estrategias y conceptos que se desarrollan diariamente en los entornos de la conectividad y el acceso ilimitado a clientes y proveedores que permite el internet.

Sin embargo, a pesar de que es fácil encontrar casos de estudio de negocios basados en el internet y la tecnología, así como reseñas y artículos de revista basados en la revolución de la información, el Estado del Arte para este Proyecto, evidenció que es escaso el desarrollo académico desde el enfoque administrativo y financiero para una realidad socio económica como la del auge de las ventas en línea por parte de individuos o pequeñas organizaciones informales.

Este Proyecto sirve para ejemplificar como los desarrollos y mejores prácticas usadas en las grandes organizaciones y pensadas para la complejidad de empresas y economías desarrolladas, deben y pueden ser revisadas, exploradas, revalidadas y adaptadas con éxito, en el marco de la producción académica formal y metodología de investigación, a la realidad de economías emergentes en modelos de negocio no tradicionales. No hacen falta grandes investigaciones ni partidas de cero para crear soluciones prácticas y reales que puedan ser aprovechadas por este grupo representativo de la economía; por ejemplo, las finanzas como área de conocimiento y práctica profesional cuentan con años de aplicación y desarrollo, y la realidad es que existen modelos, métodos, teorías y prácticas de amplia aceptación y uso que se pueden aplicar a pequeños negocios locales.

Resulta responsable que desde espacios académicos también se aborden las particularidades de las medianas, pequeñas, micro e informales empresas, y más aún cuando, como se revela en los capítulos iniciales de este Proyecto, son este tipo de negocios los que conforman la mayor parte de las unidades productivas y ocupan a la mayoría de la población. En economías emergentes, con o sin el impacto de la pandemia CODIV-19, es común que



la informalidad empresarial y laboral sean el denominador y este tipo de negocios no tradicionales no son ajenos a los desarrollos tecnológicos, que terminan por impactar y cambiar su realidad. Es así como son cada vez más las plataformas y herramientas en línea que permiten a individuos, familias o grupos acceder a ingresos constantes o nuevos canales tanto de abastecimiento como de promoción y venta de los productos o servicios que tradicionalmente comercializan.

El ritmo de crecimiento y consolidación del formato de negocios de Mercadolibre en Colombia y Latinoamérica merece ser un caso de atención, pues la dinámica socio económica que surge a partir de su expansión e integración indica que tiene alto potencial de transformación social y es allí donde las diferentes disciplinas están llamadas a aportar, para que los beneficios lleguen a la mayor cantidad de personas posible. Los Marketplace como Mercadolibre, y otras plataformas no deberían pasar desapercibidos, al contrario, reconocidos como medio de sustento en auge y crecimiento, deberían estar en el radar constante de autoridades y de la academia, procurando el correcto y justo uso a favor de las personas, así como el avance en cuanto a la inclusión de estos en los ecosistemas financieros tradicionales.

Mercadolibre y Mercadopago brindan hoy un ecosistema suficiente para su propósito como negocio, sin embargo, hay espacio para desarrollar más herramientas y funciones de carácter contable y financiero que permitan hacer otros tipos de análisis, como por ejemplo comparación en tiempo real con negocios de similares características o incluso la creación de una herramienta de valoración automática en tiempo real. Las opciones son abundantes.

A pesar de no ser el foco de este Proyecto, la exploración documental permitió revelar que existe una relación entre la ocupación informal y el comercio electrónico. Queda la puerta abierta para que desde los espacios académicos y profesionales se profundice en este fenómeno y se aborden soluciones no solo desde la administración de negocios sino también en otros asuntos con potencial trascendencia en la sociedad como un marco regulatorio, la protección de comerciantes y consumidores, integración al sistema financiero, procesos de formalización, etc.



## 9. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aguar, I. (2014). *Finanzas corporativas en la práctica*. Madrid: Delta.
- Asturias Corporación Universitaria. (2020). *Los distintos flujos de caja*. Obtenido de <https://www.centro-virtual.com/recursos/biblioteca/>
- Aznar, J., Cayo, T., & Cevallos, D. (2016). *Valoración de empresas. Métodos y casos prácticos para pequeñas y medianas empresas*. Valencia: Ardiles.
- Barrionuevo, F. (2014). *Método de valoración de empresas*. Fundación Novasoft .
- Botero, L. (6 de agosto de 2023). *Volumen de ventas de Mercado Libre fue de US\$10.500 millones en segundo trimestre de 2023*. Obtenido de <https://www.valoraanalitik.com/2023/08/06/resultados-de-mercado-libre-en-el-segundo-trimestre-de-2023/>
- Bustamante, C. (2011). *Contabilidad Financiera 1*. Xalapa: Universidad Veracruzana.
- Colombia Fintech. (08 de Septiembre de 2020). *Mercado libre celebra dos décadas de crecimiento sostenible reforzando la operación de su Fintech: Mercado Pago*. Obtenido de <https://www.colombiafintech.co/novedades/mercado-libre-celebrados-decadas-de-crecimiento-sostenible-reforzando-la-operacion-de-su-fintech-mercado-pago>
- Combata, N. (9 de agosto de 2023). *Mercado Libre proyecta que emprendedores crecerán 7% en la plataforma, en su aniversario 24*. Obtenido de [https://canal1.com.co/noticias/empresas/mercado-libre-colombia-emprendimiento-exito-comercio-electronico/#google\\_vignette](https://canal1.com.co/noticias/empresas/mercado-libre-colombia-emprendimiento-exito-comercio-electronico/#google_vignette)
- Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2003). *Valoración*. Barcelona: Ediciones Deusto.
- Damodaran, A. (2022). *Data: current*. Obtenido de [https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datacurrent.html](https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html)



Datacrédito Experian. (12 de abril de 2022). *¿Qué importancia tienen las Pymes en el crecimiento de un país y cómo emprender?* Obtenido de <https://www.datacreditoempresas.com.co/blog-datacredito-empresas/que-importancia-tienen-las-pymes-en-el-crecimiento-de-un-pais-y-como-emprender/>

Departamento Administrativo Nacional de Estadística. (9 de mayo de 2014). *Medición del empleo informal y seguridad social*. Obtenido de [https://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/ech/ech\\_informalidad/bol\\_ech\\_informalidad\\_ene\\_mar2014.pdf](https://www.dane.gov.co/files/investigaciones/boletines/ech/ech_informalidad/bol_ech_informalidad_ene_mar2014.pdf)

Departamento Administrativo Nacional de Estadística. (2023). *Boletín técnico: Empleo y desempleo junio 2023*. Bogotá: DANE.

Departamento Administrativo Nacional de Estadística. (2023). *Boletín técnico: Ocupación informal Trimestre abril - junio 2023*. Bogotá: DANE.

Diario Financiero. (2 de Octubre de 2020). *Mercadolibre ha duplicado su valor en bolsa en un año*. Obtenido de <https://www.df.cl/noticias/mercados/bolsa-monedas/mercadolibre-ha-duplicado-su-valor-en-bolsa-en-un-ano/2020-10-01/194727.html>

Diáz, J. (9 de Agosto de 2020). *La historia de Mercado Libre, la plataforma que revolucionó el comercio electrónico en Latinoamérica*. Obtenido de <https://www.negociosyemprendimiento.org/2020/08/historia-mercado-libre.html>

El Tiempo. (11 de Agosto de 2020). *Mercado Libre, la empresa de mayor valor en bolsa en A. Latina*. Obtenido de <https://www.eltiempo.com/economia/empresas/el-primer-lugar-de-mercado-libre-como-la-empresa-de-valor-valor-en-bolsa-en-a-latina-527922>

El Tiempo. (17 de Agosto de 2020). *Mercado Libre, la historia del Amazon de los latinoamericanos*. Obtenido de <https://www.eltiempo.com/tecnosfera/novedades-tecnologia/mercado-libre-asi-nacio-y-se-convirtio-en-la-empresa-mas-valiosa-de-america-latina-529684>



- Fenalco Antioquia. (2021). *Entre diciembre de 2020 y febrero de 2021 la informalidad en Colombia llegó a 48,1%*. Obtenido de <https://www.fenalcoantioquia.com/blog/entre-diciembre-de-2020-y-febrero-de-2021-la-informalidad-en-colombia-llego-a-481/#:~:text=Noticias-,Entre%20diciembre%20de%202020%20y%20febrero%20de%202021%20la,Colombia%20lleg%C3%B3%20a%2048%2C1%25>
- Fernández, C. (2018). *Informalidad empresarial en Colombia*. Bogotá: Fedesarrollo.
- Fernández, P. (2008). *Métodos de valoración de empresas*. Barcelona: IESE Business School.
- Galindo, A. (2005). *Fundamentos de valoración de empresas*. Cádiz: UCA.
- García, S., & Montes, M. (2018). Modelo de valoración financiera para una pequeña y mediana empresa (PYME) en Colombia. *Revista espacios*, 2- 15.
- Google Finance. (2023). *MELI NASDAQ*. Obtenido de <https://www.google.com/finance/quote/MELI:NASDAQ?sa=X&ved=2ahUKEwjY34KIifiAAxUoTjABHbPZCBUQ3ecFegQINhAZ>
- Investing. (2023). *MercadoLibre Inc (MELI)*. Obtenido de <https://es.investing.com/equities/mercadolibre>
- La República. (16 de febrero de 2021). *Estos son algunos de los efectos económicos que ha dejado el covid-19 en Colombia*. Obtenido de <https://www.larepublica.co/especiales/encuesta-empresarial-2021-i/estos-son-algunos-de-los-efectos-economicos-que-ha-dejado-el-covid-19-en-colombia-3125811>
- Labatut, G. (2005). El valor de las empresas: Métodos de valoración tradicionales y comparativos (múltiplos). *Técnica contable*, 18 - 32.



- Llanes, H. (4 de marzo de 2021). *Innovación y virtualidad, claves en la pandemia*.  
Obtenido de El Universal: <https://www.eluniversal.com.co/viernes/innovacion-y-virtualidad-claves-en-la-pandemia-IY4230648>
- Lorduy, J. (16 de Marzo de 2021). “*Queremos cerrar este año con 1.200 empleados en nuestros centros de desarrollo*”. Obtenido de  
<https://www.larepublica.co/empresas/queremos-cerrar-el-ano-con-1200-empleados-en-nuestros-centros-3138463>
- Marquéz, A. (2017). *Valoraciones de empresas*. Madrid: Registro de Expertos Contables.
- Mascareñas, J. (2001). *Metodología de la valoración de las empresas de internet*. Obtenido de <http://www.juanmascarenas.eu/temas/puntocom.pdf>
- Mascareñas, J. (2011). *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas*. Madrid: Ecobook.
- Mercado Pago. (2023). *Cómo tener cuenta vendedor*. Obtenido de [https://www.mercadopago.com.co/ayuda/Todo-sobre-mi-cuenta\\_2345](https://www.mercadopago.com.co/ayuda/Todo-sobre-mi-cuenta_2345)
- Mercadolibre. (2023). *¿Quiénes somos?* Obtenido de [www.ideas.mercadolibre.com](http://www.ideas.mercadolibre.com)
- Mercadolibre. (2023). *Cómo crear una cuenta en Mercado Libre*. Obtenido de <https://vendedores.mercadolibre.com.co>
- Narváez, A. (2008). Valoración de empresas por el método de los rendimientos futuros. *Gestión en el tercer milenio*, 11(21), 35-40.
- Portafolio. (29 de enero de 2021). *Colombia cerró el 2020 con una tasa de desempleo en 15,9%*. Obtenido de <https://www.portafolio.co/economia/tasa-de-desempleo-en-colombia-2020-dane-548662>
- Prensario TI Latin America. (03 de 07 de 2020). *Colombia: Mercado Libre registró un crecimiento en ventas de 1000%*. Obtenido de Prensario TI Latin America:



<https://www.prensariotila.com/29323-Colombia-Mercado-Libre-registro-un-crecimiento-en-ventas-de-1000-.note.aspx>

Ribeiro, D., & Anson, J. (2007). Análisis de los métodos de valoración utilizados en la práctica: Un estudio con auditores independientes brasileños. *Universo Contabil*, 123 - 138.

Ruíz, J., Altamirano, J., & Luis, T. (2021). Aplicación del CAPM en Mercados Emergentes: Una revisión teórica. *Podium*, 53 - 69.

Salcedo, C., Moscoso, F., & Ramirez, M. (2020). Economía informal en Colombia: iniciativas y propuestas. *Espacios*, 22-29.

Semana. (17 de 10 de 2020). *El e-commerce salvó miles de pymes*. Obtenido de <https://www.semana.com/empresas/confidencias-on-line/articulo/el-e-commerce-salvo-miles-de-pymes/303600/>

Tandem Up. (2019). *Estudio Marketplaces*. Madrid: TU.

Tapia, G. (2020). *Los enfoques de valuación de las organizaciones*. Obtenido de CHECKPOINT Thomson Reuters: <https://latam.thomsonreuters.com/CheckPoint-CL>

Tapia, G. (s.f.). *La Función Financiera*. Obtenido de CHECKPOINT Thomson Reuters: <https://latam.thomsonreuters.com/CheckPoint-CL>

Tascón, M. (2002). De la valoración contable a la valoración financiera de la empresa. *Contabilidad y auditoría*, 53 - 64.

Tovar, M., & Muñoz, I. (2018). Metodología para valoración financiera de Pymes colombianas utilizando flujos de efectivo. *Civilizar*, 18(35), 139-162.

Universidad de Pamplona. (2019). *Conozca las formas jurídicas para formalizar su empresa*. Cúcuta: Unipamplona.



Universidad de Buenos Aires  
Facultad de Ciencias Económicas  
Escuela de Estudios de Posgrado



Vidarte, J. (2009). El flujo de caja descontado como la mejor metodología en la determinación del valor de una empresa. *Gestion & Desarrollo*, 6(2), 103-110.

Vilca, M. (2018). Valorización de empresas mediante los métodos de descuento de flujos de fondos. *Quipukamayoc*, 26(51), 73-82.