

**ESTIMACIÓN DEL VALOR DE UNA FRANQUICIA PARA OFERTA:  
CASO DE ESTUDIO EN FRANQUICIAS DE COMIDAS RÁPIDAS**

**Trabajo presentado como requisito parcial para optar al título de magíster en**

**Administración Financiera**

**María Fernanda Narvárez Oviedo**  
*mariafecha02@gmail.com*

**Asesor: Hernán Herrera Echeverri, Ph. D.**

**UNIVERSIDAD EAFIT**

**ESCUELA DE ECONOMÍA Y FINANZAS**

**MAESTRÍA EN ADMINISTRACIÓN FINANCIERA**

**CALI**

**2016**

## **DEDICATORIA**

*Dedico este trabajo al Rey de Reyes Señor de Señores, por las bendiciones recibidas y por inspirar mi espíritu para la culminación de este Magister. A mi esposo, Jaime Andrés, quien me motivo continuamente en esta tarea y me brindó de su tiempo, el espacio necesario para el desarrollo de este trabajo. A mis padres, quienes me dieron la vida, educación, apoyo y consejos.*

## **AGRADECIMIENTOS**

*Mis más sinceros agradecimientos a Pall S.A y a la familia Zapata Ospina, por ser los motivadores de la temática de esta tesis. Al profesor Hernán Herrera, Ph. D., por su direccionamiento y asesoría en este trabajo. Al profesor Juan Gómez, por su apoyo y conocimientos financieros aportados a mi profesión.*

# **ESTIMACIÓN DEL VALOR DE UNA FRANQUICIA PARA OFERTA:**

## **CASO DE ESTUDIO EN FRANQUICIAS DE COMIDAS RÁPIDAS**

### ***Resumen***

El presente trabajo aborda la metodología para la valoración de franquicia de comidas rápidas, al ser un modelo de negocio de amplia expansión a nivel mundial, pues permite aprovechar las capacidades financieras, de experiencia, de posicionamiento y de emprendimiento de franquiciante y de franquiciado. Se aborda el tema considerando los elementos esenciales que diferencian el modelo de franquicias de cualquier otro negocio, como es el canon de entrada, regalías, tiempo de vigencia del contrato, etcétera, proporcionando orientación sobre la forma de manejarlos de una manera que genere una adecuada estimación valor. Se realiza una descripción de las diferentes metodologías de valoración para empresas detallando las ventajas y desventajas en la aplicación de franquicias.

El ejercicio de valoración se realiza con base en la metodología de flujo de caja descontado y valoración por EVA, considerando en las proyecciones financieras los elementos propios del negocio de comidas rápidas por un periodo de cinco años. La tasa a la cual se descuentan los flujos de caja (WACC) se estimó con base en la estructura de capital y beta de una canasta de diez empresas de franquicia de comidas rápidas de USA. Igualmente, se realiza análisis de sensibilidad al modelo y se determina la rentabilidad del inversionista.

### ***Palabras clave***

Franquicia, valoración, canon, regalía, flujo de caja.

### ***Abstract***

This paper addresses the methodology for assessing fast food franchise, being a business model wide spread worldwide, allowing leverage the financial capabilities, experience, positioning and venture franchisor and franchisee. the issue considering the essential elements that differentiate the franchise model of any other business, such as the franchise fee, royalties, time of the contract, etc., providing guidance on how to handle them in a way that generates adequate estimated value. A description of the different valuation methodologies for companies detailing the advantages and disadvantages in the application of franchises is performed.

The valuation exercise is done based on the methodology of discounted cash flow and EVA valuation, financial projections considering the elements of business fast for a period of five meals. The rate at which cash flows (WACC) was estimated discounted based on the capital structure and beta of a basket of ten companies franchise fast food USA. Similarly, the model sensitivity analysis is performed and the profitability of the investor is determined.

### ***Key words***

Franchise, valuation fee, royalty, cashflow.

## 1. INTRODUCCIÓN

El modelo de negocio de franquicias es una de las mejores opciones para la expansión empresarial con una necesidad menor de capital y de riesgo, generando beneficios tanto para franquiciador como para franquiciado, reportando una mayor probabilidad de éxito que otro tipo de inversión, porque requieren pasar por un proceso en que prueban el éxito del negocio y desarrollan una fórmula que asegura la reproducción del mismo. Así lo confirman las estadísticas de la Organización Internacional de Franquicias (IFA), donde el 60% de los negocios que nacen de forma independiente, no completan el segundo año de vida, mientras la franquicia, tienen una esperanza de vida del 95% al quinto año (Mosquera, 2010).

Por lo tanto, ¿en cuánto se puede estimar el valor de una franquicia del sector de comidas rápidas y cuál sería la rentabilidad esperada por el inversionista? La valoración de una franquicia para oferta en el sector de comidas rápidas, es un aspecto que demanda gran importancia, pues cada vez son más los negocios incorporados bajo este modelo, siendo el de comidas rápidas, el sector con mayor crecimiento movido por el desarrollo de centros comerciales en los que se incluyen estos negocios para el área de comidas.

La metodología con la que se abordara la valoración de la franquicia se sigue con base en el tipo de investigación estudio de caso de una empresa real del sector de comidas rápidas. Se realizarán proyecciones financieras a cinco años para obtener los resultados de valoración de la franquicia a través del método de Flujo de Caja Descontado y EVA.

Con este trabajo se pretende generar un aporte metodológico a las empresas que vean en la franquicia una alternativa de expansión y crecimiento, para soportar su decisión en términos financieros de la estructuración de negocio, así como para el inversionista o franquiciado de poder detallar las características financieras que debe asumir al incorporarse en este tipo de negocio.

La estructura del presente trabajo se aborda inicialmente con la discusión de las características que hacen de la valoración del modelo de franquicia diferente a cualquier otra valoración en cuanto a responsabilidades, al contrato, los intangibles, etcétera. Así mismo, se hace un recorrido sobre los diferentes métodos de valoración que se pueden aplicar al modelo de franquicias determinando los pro y contra de cada uno. Dentro de esta misma temática se describe y se detalla la estimación de las variables de recaudo de valor del franquiciador y/o costo del franquiciado, entre las cuales se encuentran el canon de entrada, regalías, fondo marketing, proveeduría de materias primas e insumos. Lo anterior debidamente sustentado y argumentado con trabajos realizados por autores nacionales, así como fuentes internacionales, por tener una mayor experiencia en el tratamiento de las franquicias. Posteriormente, se citan los parámetros con los cuales se ejecutará el proceso de valoración (descripción de la compañía franquiciante, proyecciones financieras, costo de capital, valor continuidad), y por último, se presentan los resultados de la valoración por flujo de caja descontado y EVA y simulación de cambio en algunas variables, así como la rentabilidad del inversionista y otros indicadores de valor.

## **2. ASPECTOS QUE DIFERENCIAN LA VALORACIÓN DE UNA FRANQUICIA**

Desarrollar e invertir en una franquicia es una modalidad de hacer negocio ampliamente difundida en el mundo, al representar una de las mejores alternativas para la expansión empresarial mucho menos riesgosa, tanto para el franquiciado como franquiciador.

Del lado del franquiciador brinda la posibilidad de crecer con una mínima inversión de capital propio, comparado con la expansión o crecimiento a través de sucursales propias o integradas verticalmente, que implica grandes inversiones, contratación de personal propio que dan como resultado un crecimiento lento y reducido con un mayor nivel de riesgo y de capital de trabajo (Selden, Gipson & Parker, 2008).

Para el franquiciado da la opción de invertir en un negocio ya probado como exitoso. Según, Mosquera (2010): “Los expertos coinciden al afirmar que la franquicia tiene una mayor probabilidad de éxito que otros negocios pequeños de propiedad independiente, ya que permite desarrollar una fórmula de negocio suficientemente probada con anterioridad, a la que se suma un asesoramiento y formación continua”. (p.71).

### **2.1 Elementos diferenciadores de otras valoraciones**

Es importante destacar que la masificación de este modelo de negocios por el mundo, ha generado la necesidad de abordar el tema de valoración de franquicias considerando factores únicos y propios de este sistema, dado que por ser un contrato entre dos partes (franquiciante – franquiciado)

conlleva una serie de obligaciones, derechos, deberes y restricciones durante la vida del mismo, situación diferente cuando se aborda la valoración de compañías independientes, dado que las acciones de una de las partes incide en un mayor o menor valor para la otra. En este contexto, Schaeffer & Levitt (2012) indican que a pesar de que hay factores aplicables a todas las empresas, tales como la naturaleza de la empresa, capacidad de ganancia, capacidad de pago dividendos, perspectivas económicas y del sector, condiciones financieras, entre otras, las franquicias abordan elementos únicos en la valoración como son las marcas comerciales, el alcance del contrato, el riesgo de no renovación, de no transferencia, que se deben abordar para luego dar continuidad a las normas generales de valoración.

Existen factores únicos en la valoración que ayudan a crear o desincentivar valor a las franquicias, entre los cuales se tienen:

**Teoría de la Agencia y Escases de recursos:** La evaluación y desarrollo de este sistema ha permitido resolver el problema de agencia y escases de recursos. Resuelve el problema de agencia en el sentido de que no hay conflicto de intereses, pues en la relación entre franquiciado y franquiciante hay una motivación de gestión que propende en beneficios recíprocos y alineados bajo el mismo objetivo. Resuelve el problema de la escases de recursos, al permitir el crecimiento y expansión del franquiciante con un menor costo e inversión de capital que hacerlo con recursos propios y al franquiciado al disponer de su capital para acceder a la experiencia y el Know How del franquiciante en un negocio probado como exitoso. Estas teorías explicativas de las franquicias, aportan aspectos diferenciadores frente a otras valoraciones al generar un impacto positivo en el

rendimiento financiero de un franquiciador, al proporcionar capital de bajo costo, capacidad de gestión motivados y un mejor conocimiento del mercado local (Aliouche & Schlenrich, 2005).

**Relación comercial íntima y continua:** en este esquema de negocios, el franquiciador es muy consciente que su principal activo es la propiedad intelectual, por lo cual estará buscando formas de ofrecer valor a los franquiciados con el fin de ampliar sus ganancias, dado que si los franquiciados no son capaces de generar los ventas y resultados proyectados, el sistema se derrumbaría (Schaeffer & Levitt, 2012). Se podría pensar que la fuerte dependencia entre las partes sería un riesgo, sin embargo se convierte en una fortaleza para la creación de valor, dado que “ambos comparten sus recursos con mayor motivación que en una relación de empleo porque reciben parte de la renta residual del negocio” (Fernández, 2000, p. 26).

**Contrato de franquicia:** el contrato da el derecho de uso y explotación de la propiedad intelectual del franquiciador al franquiciante, mas no da la propiedad absoluta sobre la franquicia, siendo el contrato el activo sujeto a valoración, por lo cual debe analizarse con mucho cuidado sus limitaciones e implicaciones en el momento de la valoración. Por ejemplo, restricciones de transferencia que influyen directamente en la valoración, tales como riesgo de no renovación, limitación de enajenación, riesgo de no aprobación de un cesionario propuesto, así como también limitaciones a aperturas por zonas geográficas (Schaeffer & Ogulnick, 2008).

**Impacto de la responsabilidad en la franquicia:** según Sanli & Kurtz (2006), la responsabilidad también afecta la valoración, pues a pesar que los contratos señalan que los franquiciadores no son responsables de deudas o agravios de los franquiciados y viceversa, muchos demandantes tratan



de involucrar al dueño de la marca por poseer una posición financiera más fuerte que el franquiciado, señalando que ejercen control sobre el concesionario en los lineamientos operativos del negocio.

**El valor intangible:** como en ningún otro tipo de negocios, la esencia de la franquicia está en el valor intangible que posee el franquiciador y que transfiere a terceros bajo un contrato. Factores intangibles como la ubicación, relaciones con el cliente, reputación, la experiencia, el saber hacer, el buen nombre, la marca, los cuales representan casi el 80 por ciento del valor total de la empresa y no aparece en el balance de la franquicia. (Schaeffer & Ogulnick, 2008). Al no estar reflejado en el balance, se hace necesario la realización del ejercicio de la valoración financiera de los potenciales beneficios futuros a través de proyección financieras para la estimación de flujos de caja futuros descontados.

**Publicidad y reconocimiento de marca:** dentro de los términos de valor de la franquicia, se establece un aporte para este concepto, generalmente un porcentaje sobre los ingresos, lo cual es esencial para el desarrollo de una base de clientes leales, concentrado así la actividad publicitaria a nivel regional o nacional, beneficiando el valor al franquiciador. (“Valuing a Franchise Business”, 2004).

**Valoración en dos niveles:** en el sistema de franquicia implica analizar la capacidad de gestión, tanto del franquiciante como del franquiciado (Schaeffer & Ogulnick, 2008). Al establecerse la relación contractual con sus respectivos derechos, deberes y obligaciones, la gestión independiente de las partes influye directamente en el ejercicio de valoración, es decir el nivel de compromiso y

acatamiento de las directrices hará exitosa o no la vida de la franquicia, por lo tanto la ganancia es el resultado de la conducta de ambas partes. En este contexto cabe citar por ejemplo, el apoyo y asesoramiento continuo del franquiciador al franquiciado, así como el cumplimiento de los procesos citados en los manuales por parte de este último, los cuales dan lugar a buenos resultados financieros para ambas partes.

## **2.2 Métodos para valorar el negocio de las franquicias**

Es importante resaltar que actualmente en el mundo no existe un modelo general para valoración de empresas bajo el esquema de franquicia (Rodríguez, 2009). No obstante, el método de valoración que se emplee para las franquicias, deberá considerar los elementos diferenciadores mencionados anteriormente.

En tal sentido, la estimación de valor de una franquicia para oferta se puede realizar con base en la información histórica contable de la empresa susceptible a ser franquiciada. Igualmente, a través de proyecciones de rentabilidad futura, lo que se remite a métodos de valoración estáticos y/o dinámicos. En la tabla 1 se realiza una descripción de los métodos de valoración disponibles.

**Tabla 1.** Métodos de valoración de franquicias

BASE	MÉTODO	BASES TEÓRICAS	VENTAJAS	DEBILIDADES
CONTABLES	Valor en libros	Según Fernández (2008a), este enfoque es estático, dado que solo considera el valor de la empresa como su balance o activos y no tienen en cuenta aspectos a futuro, el valor temporal del dinero y otros aspectos que no se ven reflejados en los estados contables, tales como sector, contratos, planeación, recurso humano.	Información de fácil accesibilidad a través de los estados financieros de la empresa objeto de valoración.	Limitado para la valoración, pues la información está generada a precios históricos de los activos, lo cual no refleja el estado real de la empresa y tampoco genera información de expectativas futuras.
	Valor en libros ajustado			
	Valor de liquidación			
	Valor de reposición			
MÚLTIPLOS	Valor Empresa/ Ebitda	“Consiste en comparar los resultados de valoraciones de empresas del mismo sector o un sector similar, para calcular el valor de la empresa que se está evaluando” (Sarmiento, s.f., p. 16). Así mismo, Fernández (2008a), afirma que este método “trata de determinar el valor de la empresa a través del magnitud de los beneficios, de las ventas o de otro indicador” (p.7). El más utilizado es el PER	El proceso de valoración es muy ágil y fácil. Estándar de valuación de algunas industrias.	Se requiere que se emplean múltiples de empresas comparables, con riesgo similar, sus utilidades y flujos de caja se comportan igual. No consideran particularidades de la empresa objeto de valoración.
	Valor Empresa/ Ebit			
	Relación Precio Ganancia PER			
	Valor Empresa/ FCL			
	Valor Empresa/ Ventas			
RENTABILIDAD FUTURA	Valor de Mercado	El precio de la acción refleja las expectativas de generación de valor de la empresa. El valor de mercado reflejará el último precio que los agentes compradores de la firma pagaron por la propiedad, es decir, por su capital accionario. Así, este método perseguirá el objetivo de reflejar la relación entre la cotización (precio) y el valor libros (valor contable), y se observará a través del ratio: P/VC, ó Price / Equity en inglés. (Pereyra, 2008, p.7)	La información de parámetros es pública y puede consultar fácilmente en el mercado. Cuando el producto es similar a otros del mercado, puede establecerse como referencia el valor de otro producto.	No es útil para el caso de estudio, dado que el franquiciador no es empresa pública. Además, en el mercado local no se dispone de información sobre estos precios.
	Flujo de caja descontado	De acuerdo con Fernández (2008a) “trata de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero -free cash flow- que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa apropiada (WACC) según el riesgo de dichos flujos” (p.14).	Útil a la valoración de franquicias por cuanto considera las expectativas de generación de caja a futuro de acuerdo a la estimación de ingresos, costos gastos e inversiones basados en factores internos y externos de la compañía.	Poca flexibilidad de modificar parámetros mientras esté en marcha el proyecto, e incertidumbre en el futuro.

CREACIÓN DE VALOR	EVA (Valor Económico agregado)	García (2003) afirma: El método de valoración EVA consiste en descontar también al costo de capital, los EVA futuros de la empresa. Al valor presente obtenido que es el Valor Agregado de Mercado (MVA, Market Value Added por sus iniciales en inglés), se le suma el valor de los activos netos de operación al momento de la valoración (p. 373). En este contexto, la generación de valor se da cuando la empresa es capaz de realizar inversiones que renten por encima del costo de capital invertido.	Positiva para franquicias, por cuanto considera la rentabilidad con la inversión realizada en activos, así como como los flujos de caja libre. Generación de utilidades no necesariamente implica incremento de riqueza para los accionistas. Puede ser calculado en empresas que coticen en bolsa o privadas.	No tiene en cuenta las expectativas futuras, por lo cual se requiere la proyección de EVA futuros y el cálculo de valor presente. Por ello se complementó con el MVA el cual sí contempla el futuro de la empresa.
	OTROS	Opciones Reales	Creado en 1987 por Myers como una extensión de las opciones financieras. "una opción real está presente en un proyecto de inversión cuando existe alguna posibilidad futura de actuación al conocerse la resolución de alguna incertidumbre actual. Un ejemplo son las concesiones petrolíferas" (Fernández, 2008b, p. 1).	Contiene más parámetros de información que los demás métodos buscando una estimación lo más cercana a la realidad. Es aplicado en negocios del mercado bursátil.
	Método de Capital de Riesgo	"Refleja el proceso de los inversores, en los que están buscando una salida a menos de 3 a 7 años. En primer lugar se calcula un precio de salida prevista para la inversión. A partir de ahí, se calcula de nuevo a la valoración post-dinero hoy en día teniendo en cuenta el tiempo y el riesgo que los inversores asumen. El retorno de la inversión puede ser estimada mediante la determinación de lo que devuelve un inversor podría esperar de que la inversión con el nivel específico de riesgo inherente" (Valuation methods, n.d.)	Método usado en las empresas semilla con nula operación histórica en los que es más fácil de estimar un valor potencial de salida una vez que se alcanzan ciertos hitos.	Contempla una alta tasa de descuento para el inversionista dado los altos niveles de riesgo de invertir en empresas en fase de desarrollo temprano.

Fuente: Elaboración propia

En el contexto de la valoración de franquicias por múltiplos Ebitda, Monroe (2008) señala que en Estados Unidos, los franquiciados que aún no han alcanzado una masa crítica importante en unidades de franquicia, sus empresas se valoran en el rango de 3.5 – 4.5 veces Ebitda, pues tienen un flujo de caja estable, pero con considerables gastos de administración. Para aquellos franquiciados con una cantidad importante de franquicias en el mercado, su valor está entre 4.75 – 5.25 Ebitda.

En “How to value a franchise resale” (2014), indica que en el sector de comidas rápidas, los métodos más empleados para la valoración son los flujos de caja descontados, la PER (relación precio ganancia), y múltiplo de beneficios o ganancias (5 veces el utilidad antes impuestos), mientras en el sector de comercio se emplea el múltiplo de 2-2.5 la facturación media mensual.

Con referencia al horizonte de evaluación, existe un consenso al definirlo entre cinco a diez años. Caballer (citado por Rodríguez, 2009), argumenta que la determinación del tiempo a evaluar depende del análisis de factores como estabilidad política y económica del país, factores propios de la actividad, disponibilidad de información. Así mismo, Martin y Fernández (1999) en línea con lo anterior, indican que “en el caso de economías estables, se puede estudiar horizontes largos, mientras que en economías inestables, los horizontes deben ser cortos” (p. 27). La duración del contrato de franquicia también podría ser considerada como horizonte de tiempo de evaluación.

Para Aliouche & Schlenrich (2005) la valoración por EVA se dirige directamente a los factores que motiva la franquicia: problema de agencia y la escases de capital. Así pues, según el mismo autor, existe una correlación entre franquicia, MVA y EVA, ya que un estudio realizado en Estados Unidos de una muestra de 24 franquiciadores del sector de restaurantes y 17 no franquiciadas entre el año 1993 hasta 2002, se evidenció que las empresas bajo este formato, han creado más valor que sus competidores no franquiciados. El 95.8% de los franquiciadores crearon valor de mercado frente al 88.2% de los no franquiciados. Además, el 62.5% de los franquiciadores creó valor económico versus 58.8% de los no franquiciados, generándose una cierta correlación entre la franquicia, MVA y EVA. Esto en razón a:

Franquiciados tienen poderosos incentivos para hacer las cosas bien, pues están realizando una inversión de capital propio a riesgo, pero con la confianza de acceder a la experiencia de gestión motivados, reportando estados financieros auditados y en orden, lo que no sucede con negocios no franquiciados.

Los franquiciantes, conscientes de que su principal activo es su propiedad intelectual, buscan desarrollar habilidades en su gestión para aumentar así el valor inherente al negocio de franquicia, pues cada unidad franquiciada le permite expandir su presencia y marca a nuevos mercados a un mínimo costo de capital.

### **2.3 Variables de Recaudo de Valor del Franquiciante y/o costos para el franquiciado**

Toda negocio desarrollado bajo el formato de franquicia se caracteriza por estimar ciertas variables de beneficio desde el lado del franquiciador o de costo por el lado del franquiciado, las cuales se describen a continuación:

#### **2.3.1 Canon de entrada**

Es la contraprestación pagada por el franquiciado por los derechos para usar el nombre de marca, marcas comerciales y el saber hacer del franquiciador para el período inicial de la franquicia. Esto significa que si el término franquicia es por decir cinco años, tendrá que pagar de nuevo este canon al final del término si se desea renovar el contrato por otros cinco años. La cuota de franquicia representa el acceso a un activo intangible. El valor de ese activo al franquiciado puede depender

del perfil de mercado y de la percepción de la marca del franquiciador, el grado en que la marca ha sido protegida por el registro de marcas, nombres de dominio de Internet y otras formas de registro- Así pues, se tiende a considerar que entre mayor reconocimiento de la marca y experiencia en el mercado tiende a cobrarse un mayor canon de entrada (Asia-Pacific Centre for Franchising Excellence, n.d.).

Esta cuota inicial de franquicia incluye los derechos de uso del nombre y del sistema, y en ocasiones la formación, procedimientos, manuales y otros tipos de asistencia, como la selección del sitio. No incluye ninguna de las existencias necesarias, accesorios, muebles o bienes inmuebles.

Para Infofranquicias (2016, Mayo 5), el canon de entrada representa para la compañía franquiciante una manera de recuperar sus costos de expansión y diseño inicial del negocio para haber logrado el posicionamiento en el mercado, pues donde realmente está el negocio del franquiciador es hacer que la franquicia le rente al inversionista generándole así, beneficios por las regalías y la venta del inventario. Una manera sencilla y de uso frecuente para la determinación del canon de entrada es como un valor fijo para todos los franquiciados.

El valor de derecho de entrada depende del posicionamiento de la marca, de las inversiones y gastos que debe hacer el franquiciante para estructuración de la red (asistencia, promoción, manuales, etcétera.), de los gastos para promoción (venta directa, publicidad, ferias, publicaciones, entre otros.), y del número de franquicias a vender, así como también de los objetivos del

franquiciante en relación a las regalías periódicas, compras del franquiciado o mayores ventas (Criteria, 2015).

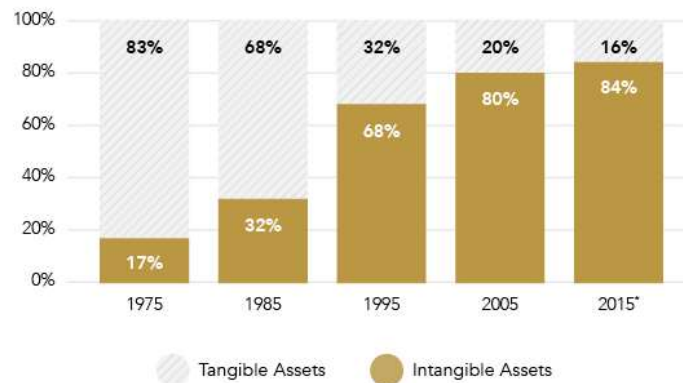
De acuerdo con Entrepreneur Franchise (2011), el valor de este concepto es aproximadamente el 20 por ciento de la inversión total en la franquicia. No obstante, hay negocios que no cobran canon. Esto es debido a que el negocio del franquiciador está en otras partidas como pueden ser la venta del producto que se distribuye o incluso la propia instalación inicial del negocio.

### **2.3.2 Regalías**

Valor que cobra el franquiciador por el apoyo continuo, asesoramiento, orientación, visitas de soporte, investigación y desarrollo de productos, así como por el uso continuo de la propiedad intelectual del franquiciador durante la vigencia del contrato. Este concepto es atribuible a las franquicias, al ser el contrato de franquicia una licencia especializada que contiene todos los aspectos de la propiedad intelectual y por lo tanto, formar parte de los activos intangibles de una compañía, los cuales han cobrado una alta importancia en el valor de la empresa al representar por ejemplo, un 84 por ciento del total de activos del S&P 500 al año 2015, cuando en el año 1975 tan solo representaba el 17% de los activos (ver gráfico 1.)



## COMPONENTS of S&P 500 MARKET VALUE



**Figura 1.** Evolución Activos Intangibles en empresas de S&P 500

Fuente: Ocean Tomo, LLC (2015)

Desde el punto de vista del franquiciado, los pagos de regalías se pueden interpretar como un mecanismo de distribución de utilidades calculado como un porcentaje de las ventas o un pago por unidad (Kemmerer & Lu, 2012). Adicionalmente, existen otras formas de base de cálculo de las regalías tales como: un solo pago al inicio, pago periódico de una cantidad predeterminada, cargo basado en las unidades fabricadas o vendidas y pago basado en los costos de desarrollo (Heberden, 2011).

Al considerar que las regalías constituyen un beneficio económico que obtiene el franquiciante, y dada la importancia que ha tomado este tipo de activos intangibles en el valor de la empresa, se han desarrollado varios métodos para el cálculo de la tasa de regalía, entre los cuales se tienen:

### **2.3.2.1 Enfoque de los Ingresos**

Este método examina la capacidad del objeto de la licencia para generar ingresos, actualizando a valor presente los beneficios esperados (EBIT o EBITDA).

La principal problemática es estimar el porcentaje de ingresos derivado del activo intangible (por ende el beneficio que genera) y el riesgo asociado a dicho activo. Por lo cual, Heberden (2011) señala que es importante considerar las siguientes fuerzas de mercado que pueden contribuir con esta estimación: singularidad del activo intangible, cantidad de licencias otorgadas, los riesgos, inversión, derechos y responsabilidades de cada parte en términos de la licencia.

Como se indicaba, es importante estimar los beneficios que genera la licencia de los otros activos generadores de ingresos o beneficios. Esto se puede lograr mediante la estimación del beneficio residual, el cual analiza el margen de beneficio que puede ser el EBIT o Ebitda de acuerdo con la naturaleza de la industria y disponibilidad de información. Una vez determinado este margen, el cual incluye tanto activos tangibles como intangibles, se calcula el beneficio que se generaría si no tuviese la propiedad intelectual, con el fin de determinar las ganancias en exceso o márgenes atribuible a los intangibles objeto de la licencia, pues generalmente la propiedad intelectual genera un aumento de ingreso o una reducción de gastos. En la tabla 2 se ilustra un ejemplo de esta metodología.

**Tabla 2. Ejemplo de reparto de beneficios**

Margen EBIT 20%		
Margen de Rutina 11%	Margen Atribuible a la Marca 4%	Margen Atribuible a la Patente 5%

Fuente: Elaboración propia con base en Heberden (2011)

En el ejemplo, la empresa tiene un EBIT total del 20 por ciento, y el margen de operación normal es del 11%, la diferencia en exceso del 9 por ciento correspondería a lo pertinente de la patente y la marca. Sin embargo, el propósito del ejemplo es determinar el margen correspondiente a la patente y considerando que se conoce la tasa de regalía a precios de mercado para la marca registrada del 4 por ciento, el saldo del margen (residual) del 5 por ciento es generada por la patente.

### 2.3.2.2 Estándares Industriales (enfoque de mercado)

**Transacciones comparables:** Estima el valor de un activo de propiedad intelectual con base en las tasas de regalías de transacciones similares. De acuerdo con Pareja (2016), esta metodología requiere cumplir cuatro condiciones para determinar la tasa de regalía:

- Existencia de un mercado en funcionamiento del activo intangible
- Información pública del precio
- Número de transacciones representativas
- Independencia entre quienes compran y venden.

Periodo de tiempo razonable: el precio pagado en el pasado puede no ser el reflejo del precio actual, bajo condiciones económicas cambiantes como tasas interés, inflación, impuestos, ingresos por alquiler, etcétera, por lo cual se debe considerar estos elementos en la cuantificación de las futuras expectativas sobre los beneficios y retorno de la inversión.

Condición financiera de ambas partes: un ambiente sano y estable en las condiciones financieras de ambas partes, determina una regalía justa y razonable. Por ejemplo, un licenciante en condiciones de quiebra, no tiene mucho margen de negociación sobre las ofertas recibidas.

Características relevantes en la industria: considerando que cada industria tiene su propio conjunto de fuerzas económicas, las cuales pueden llegar a influir en los beneficios económicos representados en las regalías, es necesario que la estimación de la tasa de regalía se realice con base en el comparativo de industrias de características similar. En el mercado se evidencian industrias muy competitivas (electrónica de consumo), oligopólicas (aerolíneas), sensibles a las tasas de interés (construcción) o poco sensibles (alimentos).

Como un ejemplo ilustrativo de tasas de regalías para el método de transacciones comparables en el sector de comidas rápidas, se puede observar la tabla 6, en donde se describen los cobros que por este concepto están generando diversas franquicias en el sector, con un promedio de tasa de regalía del 5.4% sobre las ventas antes de impuestos.

***Transacciones Internacionales:*** los acuerdos de licencia en los distintos países pueden tener tasas de regalía diferente para la misma propiedad intelectual. Por ejemplo, en los países en vía de

desarrollo las tasas de regalías tienden a ser más bajas debido al poco nivel de protección de la propiedad intelectual.

Exclusividad: las licencias que se otorgan por un producto de manera exclusiva tienden a tener tasas de regalías más altas, dado que tienen a generar mejores beneficios por la ventaja competitiva de exclusividad.

Licencias en paquetes: varias licencias pueden concederse en paquete bajo una tasa de regalía específica.

En la tabla 3 se puede observar el rango de tasas en que se mueven las diferentes industrias, donde las tasas de regalías a nivel general de la industria oscilan en un rango entre el 0-15 por ciento, denotando de manera particular que el 62 por ciento de la industria de alimentos genera cobros por regalías entre el 2-5 por ciento, hasta llegar al 10 por ciento.

**Tabla 3. Tasa de Regalía para diferentes industrias**

Industria	Rango de Tasas de Regalía						
	0-2%	2-5%	5-10%	10-15%	15-20%	20-25%	>25%
Aeroespacial		40,0%	55,0%	5,0%			
Automotriz	35,0%	45,0%	20,0%				
Químicos	18,0%	57,4%	23,9%	0,5%			0,1%
Computacional	42,5%	57,5%					
Electrónica		50,0%	45,0%	5,0%			
Energético		50,0%	15,0%	10,0%		25,0%	
<b>Alimentación</b>	<b>12,5%</b>	<b>62,5%</b>	<b>25,0%</b>				
Farmacéutica	1,3%	20,7%	67,0%	8,7%	1,3%	0,7%	0,3%
Telecomunicaciones				100,0%			

Fuente: McGavock, et al. (citado por Razgaitis, 2009)

**Ranking:** “este método compara un activo de propiedad intelectual con otro que ya se le conoce el valor sobre una escala subjetiva u objetiva” (Pareja, 2016, p. 39). Consiste en determinar el activo de propiedad intelectual y encontrar por lo menos una oferta más para realizar la comparación, evaluándolos a la luz de cuatro factores principales: naturaleza de la protección, beneficios sobre métodos anticuados, alcance de la protección y el éxito comercial, con el fin de dar una puntuación ponderada en un tabla de decisión, determinando así un valor relativo de la licencia o regalía.

### **2.3.2.3 Retorno sobre los costos de investigación y desarrollo**

La regalía se fija en una tasa que permita compensar al propietario de la propiedad intelectual sus costos en I&D y patentes sobre la vida de la licencia. Es un método limitado para la valoración de intangibles, pues estos costos están lejos de su verdadero valor. En tal sentido, Heberden (2011) indica que existe una relación no lineal entre el costo de creación del activo y su valor de mercado, por lo cual estos costos no constituyen una fuente confiable como base para la determinación de la regalía, pero sí es útil por ejemplo, en las tecnologías de fase temprana donde el cálculo del ingreso potencial es difícil de calcular.

### **2.3.2.4 Retorno sobre el valor de mercado**

El conocer el valor de mercado de un intangible, proporciona una buena base para el cálculo de la tasa de regalía. Las características únicas del activo, la facilidad de replicación y el potencial de ingresos son factores que representan el valor de mercado, y por tanto, la capacidad de retorno a través de la tasa de regalías, el cual estará influenciado por la vida utilidad económica del activo,

por las condiciones del contrato de licencia y por la contribución única del activo. (Heberden, 2011).

#### **2.3.2.5 Regla del 25%**

Desarrollada por Goldscheider en la década de los años 50, llamada “regla de oro” por ser ampliamente usada como punto de referencia en las negociaciones de licencias dada su simplicidad. Hace referencia a que el licenciatario (franquiciante) paga una tasa de regalía equivalente al 25% de sus ganancias esperadas al dueño de la propiedad intelectual, en este caso al franquiciador. La participación del 25 por ciento debe ser expresada como un porcentaje de las ventas netas.

La principal crítica a este método es la incertidumbre en la determinación de la base sobre la cual calcular el 25 por ciento, es decir, si sobre el beneficio bruto u operativo. Los beneficios brutos representan la diferencia entre los ingresos y los costos de fabricación, sin considerar los gastos de comercialización y venta, administrativos, de investigación y desarrollo necesarios para la actividad propia del producto objeto de licencia, aspectos que sí lo consideran los beneficios operativos. Así pues, Smith y Parr (citado por Goldscheider, Jarosz, & Mulhern 2002) manifiestan que los beneficios económicos generados por la propiedad se miden con mayor precisión después de considerar estos gastos. Señalan que de omitirlos se estaría exagerando la cantidad de beneficios económicos que se pueden asignar a la propiedad intelectual. En una encuesta de ejecutivos de concesión de licencias, Degnan & Horton (1997) encontraron que las tasas de regalías dividido por el margen bruto es bastante inferior al 25%. Esto indicaría que la metodología más

ampliamente usada es el 25% sobre la utilidad operativa. A continuación, en la tabla 4 se ilustra un ejemplo de este método:

**Tabla 4. Ejemplo Regla del 25%**

<b>Ventas</b>	<b>\$15.000</b>
Costo Ventas	\$9.000
<b>Beneficio Bruto</b>	<b>\$6.000</b>
Gastos Operativos	\$2.500
<b>Beneficio Operativo</b>	<b>\$3.500</b>
Regla 25% sobre Beneficio Operativo	875
<b>Tasa de Regalía sobre ventas (resultado regla 25%/Ventas)</b>	<b>5,8%</b>

Fuente: Elaboración propia con base en Goldscheider et al (2002)

### 2.3.2.6 Chequeo Cruzado

Consiste en revisar la valoración bajo varios métodos, dado que no hay un único método preciso y así estimar un rango de regalía para la negociación. Ver ejemplo en la tabla 5.

**Tabla 5. Chequeo cruzado**

<b>Método evaluado</b>	<b>Tasa Regalía</b>
Retorno sobre costos de I&D	5,0%
Retorno sobre el valor de mercado	8,0%
Regla del 25%	4,50%
Ranking	2%
<b>Rango de regalía recomendado</b>	<b>4,5%-5,0%</b>

Fuente: Elaboración propia con base en Heberden (2011)



### **2.3.4 Fondo de Publicidad**

Además de las regalías, también puede haber un fondo de marketing o publicidad, que puede ser una cantidad fija periódica o un porcentaje de los ingresos. Esta cuota se destina específicamente a promover la comercialización de la marca, bienes y servicios de toda la red en su conjunto, bien sea de manera local, regional o nacional.

En este aspecto, el valor o porcentaje de publicidad, depende del medio de comunicación en que se publicite, la cobertura y la cantidad de publicidad en un periodo determinado, normalmente está entre el 1 y 2% de las ventas (Forero, 2010). Sin embargo, para Asia-Pacific Centre for Franchising Excellence (n.d.) la cuota de comercialización puede ser igual a la mitad de la tasa de regalías de un porcentaje del sistema de facturación o una cantidad por lo general inferior a la regalías en un sistema de cuota fija.

### **2.3.5 Proveeduría de materias primas o productos**

Otra fuente de ingresos para el franquiciante está representada en proveer al franquiciado entre otros, las materias primas, productos, insumos, dotación, aspectos que se calculan a través de una proyección de ciclo de ventas (Forero, 2010). Este costo debe ser competitivo para el franquiciado y así permitir un adecuado margen de comercialización. Normalmente, el franquiciador establece dentro del contrato la obligación de compra a proveedores autorizados.

Seid (2011) afirma: “En los sistemas de franquicia en la que el franquiciador obtiene ingresos por la venta de mercancías o servicios a sus franquiciados, el margen de beneficio de estas ventas y servicios se gana en lugar de regalías” (p.8).

Considerando los elementos citados anteriormente, y con el propósito de abordar la temática en términos de mercados, se realizó un análisis de diferentes ofertas de franquicias, observando características o factores similares en los aspectos de valor de una franquicia del sector de comidas rápidas como canon de entrada, regalías, fondo publicidad, costo materias primas e insumos, inversión en montaje y otros elementos, los cuales fueron recopilados y presentados en la tabla 6.

**Tabla 6.** Conductores de valor en un negocio de franquicia: aplicación al sector de comidas rápidas

<b>FRANQUICIA EVALUADA</b>					
<b>ASPECTO VALORADO</b>	<b>DOGGER (Medellín - 15 años)</b>	<b>FRESH BERRY - FROZEN YOGUR (USA - 15 años)</b>	<b>PANESI (Bogotá - 3 años)</b>	<b>PANDEBONOS VALLUNOS (Bogotá-24 años)</b>	<b>SUBWAY</b>
<b>TIPO DE FRANQUICIA</b>	Individual	Individual o master	Individual o master	Individual o master	Individual
<b>CONTRATO</b>	5 años, la renovación con el 50% del canon de entrada	5 años	5 años, renovación con el 30% del VF	10 años renovables y después cada 3 años se paga \$9,000,000	20 años
<b>CANON DE ENTRADA</b>	\$40,000,000 + IVA	US\$30,000. valor montaje \$130,000 tipo A, \$150,000 tipo B	\$125,000,000 (\$10 Canon + \$30 adecuación + \$15 capital trabajo + \$70 maquinaria)	\$25,000,000 canon entrada, costo equipos \$42,700,000	US\$120,000 incluye canon de entrada US\$10,000, montaje y adecuación
<b>REGALÍAS O VENTA DE PRODUCTO</b>	No regalías. No publicidad. Proveen insumos y productos, excepto las verduras, bebidas, aseo.	9% sobre ventas netas y 3% publicidad	10% sobre ventas o \$1,500,000, según sea la mayor cada mes	No regalías. Solo adquirir el producto	8% ventas netas, 4,5% publicidad, se paga semanal

<b>RENTABILIDAD</b>	Costo producto tipo 1 46%, tipo 2 50%. Utilidad Antes impuestos 10-12%	Margen Neto 15%, Margen Bruto 80%, inversión se recupera en 2,5 años	Un local de 20m2 produce ventas entre \$20-\$30 millones, CF \$9-\$11, ganancia \$3-\$6. Precio venta \$5500, costo \$2150, margen 61%	Ventas x mes \$18.000.000, costo producto 45%, otros gastos (arriendo, personal, etc.) \$6.200.000, utilidad \$3.690.000, rentabilidad 24%. Retorno en 18 meses	Retorno inversión en 18 meses
<b>PUNTOS DE VENTA</b>	50 franquicias a nivel nacional	Latinoamérica, 1 punto venta centro comercial Gran Estación Bogotá	Locales o islas desde 11,4 m2 hasta 20 mt2		
<b>CARACTERÍSTICAS DE UBICACIÓN</b>		Tipo A 20-30 m2, tipo B 30-40 m2, tipo c +40m2	El franquiciador da el aval sobre el local	Isla desde 2,5mx 2,5m, máximo local de 35 m2	35m2 sin mesas, 50 m2 con mesas
<b>LOGÍSTICA DE INSUMOS Y SUMINISTROS</b>		Provee sabores, bases, algunas salsas, bolsas, servilletas, cucharas. Frutas y demás insumos con proveedores directamente	Proveen todos los insumos. Entregan el producto en punto de venta del cliente, y el costo transporte viene incluido en el costo producto.	Todos los insumos y productos lo provee la franquicia. El transporte es asumido por el cliente	Tienen proveedores de suministros
<b>SUMINISTRO DE EQUIPOS Y MONTAJE</b>	Tipo 1 pequeño \$30-\$50 millones, tipo 2 \$80 millones	Valor montaje \$130,000 tipo A, \$150,000 tipo B.	Lista de proveedores para compra maquinaria	Se adquiere directamente del listado de proveedores \$42,700,000	Listado proveedores. Se demora tres meses montaje
<b>ENTRENAMIENTO</b>	2-4 personas, entrenan en punto de venta periódicamente	Se realizan en Bogotá, se entregan manuales. Se requiere 2 empleados	Se requieren 2 personas. Ellos definen protocolos de servicio, dotación	Se requieren 2 personas. El entrenamiento es en la fábrica y punto de venta de Bogotá.	
<b>PUBLICIDAD Y MERCADEO</b>	De acuerdo al plan de Dogger, proveen manuales		Proveen manual y políticas de mercadeo, pero también hay libertad	Gasto de publicidad es asumido de por mitad.	
<b>CONTROL DE CALIDAD</b>	Visitas periódicas	Periódico. Se entrega protocolos	vida útil 24 horas	Producto congelado, vida útil 6 meses. Visitas periódicas	
<b>CONTROL DE ASPECTOS GENERALES DE FRANQUICIA</b>		Es autoservicio y se cobra por peso. Precio venta entre \$6000-\$8000	Proporcionan acompañamiento en temas legales de apertura. Producto importado de Italia. Ticket promedio \$7500	Alianza con Amor Perfecto para el café. En USA tienen distribuidor.	Capital mínimo \$350 millones, tener visa americana, declarar renta.

Fuente: Elaboración propia.

### **3. METODOLOGÍA Y PARÁMETROS DE VALORACIÓN**

El objetivo de este trabajo de valoración de un negocio bajo el modelo de franquicia en el sector de comidas rápidas, es determinar el valor de las operaciones considerando características específicas como el canon de entrada y las regalías con el fin de establecer la rentabilidad del franquiciado.

Con base en las teorías y métodos mencionados en la revisión de literatura, es de resaltar que una correcta valoración de este tipo de negocio debe estar configurada en el ambiente propio del sector y según las condiciones del país, pues no se puede negar el uso del múltiplo Ebidta o la relación Precio Ganancia para la determinación del valor de una franquicia en países desarrollados. Sin embargo, para Colombia esta metodología presenta falencias por cuanto no se tiene evidencia de información pública sobre ventas de otras franquicias, así como un mercado bursátil con un amplio número de compañías del sector de alimentos, que permita realizar comparaciones y estimaciones con base en precios del mercado, aún más cuando el caso de estudio se desarrolla sobre una empresa privada.

En consideración a lo anterior, el método de valoración bajo el cual se desarrolla el estudio de caso, es el flujo de caja descontando, pues su validez reside al considerar la empresa como un ente dinámico generador de flujos de fondos en el futuro, donde las condiciones contractuales del modelo de franquicia están indexadas a la generación de ingresos en el futuro como son las regalías y fondo de publicidad. En este sentido, se hace necesario la estimación de resultados para definir el valor actual de la franquicia para oferta de comida rápida en el ramo de productos de hojaldre.

Como ejercicio complementario a la valoración por flujo de caja descontado también se estimará a través del método de valoración por EVA.

Por lo tanto, la metodología de valoración bajo flujo de caja descontado implica la realización de un proceso para llegar al valor final de la franquicia para oferta, partiendo de la premisa que se trata de una valoración sin datos históricos en el negocio de franquicia. Sin embargo, sí hay evidencia de la experiencia en el manejo operativo de venta de pasteles en hojaldre. En tal sentido, el estudio de caso iniciaría con una descripción y caracterización de la franquicia de oferta, con el propósito de contextualizar la dinámica del negocio comida rápida en el ramo de pasteles de hojaldre. Seguidamente, se iniciará con la proyección de cuentas de resultados, balance, inversiones, capital de trabajo y flujos de fondos generados de acuerdo con ciertos parámetros y condiciones que se describen más adelante.

La estimación de la tasa de regalías se realizó con base en la metodología de chequeo cruzado, contemplando las tasas de regalía de la industria de comidas rápidas, la regla del 25 por ciento, y la referenciación de tasas internacionales, con el fin de determinar una tasa de regalía competitiva y beneficiosa para ambas partes. El canon de ingreso se calculó como el 20 por ciento sobre la inversión inicial que debe realizar el franquiciado.

La determinación de la tasa a la cual se descontarán los flujos de caja es el Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC), tanto de los recursos propios como los de la deuda.

$$WACC = Ke * \left( \frac{P}{P + D} \right) + Kd * (1 - t) * \left( \frac{D}{P + D} \right)$$

Donde:

WACC: Costo Promedio Ponderado de Capital

Ke: Costo del patrimonio

P: Patrimonio

D: Deuda financiera

Kd: Costo de la deuda

t: tasa impositiva

Para el costo de capital de los accionistas, se empleará el método de CAPM (Capital Assets Pricing Model), el cual es recomendado para empresas que no cotizan en bolsa, como es este caso en particular, ajustado para economías emergentes a través del riesgo país.

$$Ke = Rf + \beta L * (Rm - Rf) + Rp$$

Donde:

Ke: Costo del patrimonio

Rf: Tasa Libre de riesgo, en este caso de estudio, Yield Bonos USA 5 años

$\beta L$ : Beta Apalancada

Rm: Rendimiento del mercado últimos 5 años de la bolsa americana (S&P 500) ilustrado en el anexo 1.

Rp: Riesgo país, en este caso de estudio se aplicó el EMBI (Emerging Markets Bonds Index o Indicador de Bonos de Mercados Emergentes), que refleja el mayor riesgo de invertir en Colombia

La estimación del costo del patrimonio se realizó con base en una muestra de diez empresas del sector restaurantero en Estados Unidos bajo el formato de franquicias con sus respectivos betas, apalancamiento financiero, y nivel de capitalización. Con base en esta información, y a través de un promedio ponderado de las mismas, se determinó el beta desapalancado del sector, el cual se apalanca nuevamente con el promedio ponderado deuda / patrimonio de las empresas seleccionadas.

Con la formula descrita anteriormente, se estima el costo del patrimonio en dólares, el cual debe ser reexpresado a la moneda colombiana través del diferencial de la inflación de USA y la de Colombia, con la siguiente formula:

$$Ke\ COP = (1+Ke) * (1 + \text{diferencial inflación COP/USA}) - 1$$

El resultado obtenido del WACC descrito anteriormente, se comparará con estimaciones de otros autores enfocados principalmente en el sector de alimentos. Así mismo, se realizará un análisis de sensibilidad al modelo de valoración ante cambios en el WACC, tasa de regalías y canon de entrada para determinar los cambios en el valor de la franquicia, así como la rentabilidad del inversionista.

## **4. CASO DE ESTUDIO EN PASTELES DE HOJALDRE LA LOCURITA S.A**

### **4.1 Descripción de la Franquicia para oferta**

La empresa franquiciante, Pasteles La Locurita S.A, tiene experiencia en el mercado de treinta años produciendo y comercializando pasteles en hojaldre en el mercado nacional, de los cuales el noventa por ciento están concentrados en el suroccidente colombiano.

La compañía, experta en hojaldre, tiene un producto único y diferenciado que cumple con las más altas normas de calidad e inocuidad alimentaria. Cuenta con más de tres décadas perfeccionando sus procesos productivos y de distribución para ofrecer el mejor hojaldre en diversas presentaciones: Pasteles, Sandwich, Quiches, Rollos, Chifladog, entre otros.

El franquiciado obtendrá un producto probado como exitoso en el mercado, que lo respalda además de sus años de experiencia, con 106 puntos de ventas directos, que cuentan con procesos estandarizados y documentados para un fácil aprendizaje del franquiciado, además no requiere personal experto en hojaldre o panadería.

A nivel comercial, Pasteles La Locurita S.A. en su formato de cien por ciento productos en hojaldre no tiene competencia directa. Sin embargo, tiene importantes jugadores con productos sustitutos que representan competencia para la compañía, entre ellos: Dunkin Donuts, Oma, Panpaya, Subway, Empanadas Vallunas.



La determinación de estos jugadores como competencia se genera por:

- Ticket promedio
- Ubicación en centros comerciales
- Comida de paso
- Productos sustitutos

#### **4.2 Parámetros de venta de la franquicia**

Pasteles La Locurita S.A ofrecerá su franquicia bajo las siguientes condiciones:

- Contrato de franquicia por cinco años, renovable.
- Canon de entrada: \$11.000.000
- Regalías: 5% sobre las ventas
- Fondo Publicidad: 1% sobre las ventas
- El producto de hojaldre e insumos principales lo proveerá la empresa franquiciante.

##### *Canon de entrada*

Con base en la revisión de literatura, se determina un 20 por ciento de la inversión inicial. Como se detallara más adelante, la inversión inicial para el caso de estudio asciende 54.904.135 más el 20 por ciento de canon de entrada \$11.000.000.

##### *Tasa de Regalía*

La tasa de regalía para la franquicia evaluada, se estimó mediante el método de chequeo cruzado, realizando el comparativo entre tres metodologías:

- Transacciones Internacionales: se estimó bajo la información de la tabla 3 para el sector de alimentos, donde el 62.5% de las industrias cobran una tasa de regalía entre el 2% al 5%.
- Transacciones comparables: se estimó como el promedio de la tasa de regalías que cobran empresas similares a la franquicia evaluada en la tabla 6.
- Regla del 25%: se determinó con base en la operación de la franquicia proyectada a cinco años. Se calculó el 25% sobre utilidad Ebitda (no incluye gastos de regalías) de cada año y se promedió para la determinación de la tasa de regalía.

Con base en lo anterior, se consolidó la información mediante el chequeo cruzado, determinando así que un 5 por ciento de tasa de regalía es adecuada y competitiva en el mercado.

**Tabla 7. Determinación tasa de regalía por chequeo cruzado**

<b>Método evaluado</b>	<b>Tasa Regalía</b>
Transacciones Internacionales	5,00%
Transacciones comparables	5,40%
Regla del 25%	3,36%
<b>Rango de regalía recomendado</b>	<b>4,5%-5,0%</b>

Fuente: Elaboración propia

### 4.3 Proyecciones financieras

Las proyecciones a cinco años de los estados financieros de la franquicia (balance general, Estados de resultados, flujo de tesorería) fueron realizadas teniendo en cuenta los siguientes supuestos, además de la proyección de indicadores macroeconómicos descritos en el anexo 2.

*Ingresos, costos y gastos de la franquicia:* Los estados financieros fueron proyectados con base en la experiencia financiera y comercial de la empresa franquiciante. En tal sentido, se categoriza las ventas de acuerdo con los niveles, siendo la categoría A la de mayores ingresos (más de \$400 millones anuales) y la E con menores ingresos (por debajo de \$100 millones anuales).

La proyección de los ingresos y todos los demás costos y gastos en el estudio de caso, se realiza considerando un punto de venta categoría C, es decir, con ventas entre los \$200 y \$300 millones al año, sustentando en que el 40 por ciento de los puntos de ventas del franquiciado se encuentran bajo esta categoría.

Al considerar que las proyecciones de crecimiento económico (PIB) y de inflación se mantiene en un bajo nivel, se emplean para la proyección de unidades el PIB y para precios de venta la inflación, basados en una proyección bajo un escenario conservador de crecimiento y además, la experiencia del franquiciante, el producto es sensible frente a la variación de precios por tener sustitutos en el mercado.

La proyección de ingresos, costos y gastos se realiza inicialmente de manera mensual para el primer año, con el fin de considerar la estacionalidad en ventas del negocio. Con el acumulado del primer año se aplican las condiciones de crecimiento para los años siguientes.

El costo de venta y los gastos fijos se proyectan con incremento del IPC y los variables como porcentaje de los ingresos. En el anexo 3 se pueden observar estos rubros.

Gasto de personal: se requiere entre 2 y 3 promotores, según la estacionalidad en ventas con salario mínimo legal mes vigente y todos los costos laborales que implica como prestaciones sociales, seguridad social y parafiscal.

*Capital de trabajo:* La venta del producto se realiza totalmente de contado, lo cual genera una fortaleza en el flujo de caja del negocio. El inventario rota cada seis días y el pago al proveedor a ocho días, lo cual genera un ciclo de tesorería de menos dos días.

*Inversión en Activos:* Contiene todo los conceptos y rubros debe disponer el franquiciado para dar inicio a la explotación y uso de la marca. La operación de la franquicia estima una vida útil entre 3 y 5 años, lo cual en el año 3 implica realizar una reinversión de activos fijos, justificado en la experiencia de la compañía y bajo los principios de las Normas Internacionales de Información Financiera. De esta manera, la inversión inicial asciende a \$65.904.135 y una reinversión al tercer año equivalente a \$25.520.000. En el anexo 4 y 5, se describen estas inversiones y su vida útil.

Con base estos parámetros citados, se realizó la proyección de los estados financieros, los cuales se detallan en el anexo 6, 7 y 8.

#### **4.4 Estructura de Capital y Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC)**

La estructura de financiera o de capital para la franquicia, así como el costo promedio de capital se ha estimado con base en la composición de una canasta de diez empresas del sector restaurante de Estados Unidos, todas ellas con modelo desarrollado de franquicia. La selección se realizó con base en:

- Modelo de franquicia probado en el mercado
- Comida de paso
- Marcas posicionadas
- Empresas públicas

De los estados financieros de estas compañías americanas y del mercado bursátil se obtuvo el beta apalancado, la capitalización de mercado, deuda y patrimonio. Con esta información se procede a determinar la razón deuda/patrimonio, el beta desapalancado de cada empresa y posteriormente el promedio ponderado del sector.

**Tabla 8. Beta desapalancada sector restaurantero en USA**

<i>Company Name</i>	<i>especialidad</i>	<i>beta apalancado - BL</i>	<i>Capitalizacion mercado</i>	<i>D/E</i>	<i>Beta desapalancado - BU</i>	<i>% part.</i>	<i>prom. Ponderado Bu</i>	<i>prom. Ponderado D/E</i>
Panera Bread Company	Panaderia	0,7	5,29	78%	0,462	2,2%	0,0100	0,02
Red Robin Gourmet Burgers Inc.	Hamburguesas	1,02	7,44	56%	0,744	3,0%	0,0227	0,02
Starbucks Corporation	Café	0,8	81,42	40%	0,632	33,4%	0,2107	0,13
wendys Co	Hamburguesas	0,85	2,62	319%	0,274	1,1%	0,0029	0,03
Papa John's International Inc.	pizza	0,3	2,37	877%	0,044	1,0%	0,0004	0,09
Arcos Dorados Holdings Inc	Hamburguesas	1,61	0,9	173%	0,752	0,4%	0,0028	0,01
Luby's, Inc.	Cafeteria y Haml	0,62	139,4	21%	0,542	57,1%	0,3096	0,12
Krispy Kreme Doughnuts, Inc.	Donuts	1,26	1,28	4%	1,225	0,5%	0,0064	0,00
Bloomin' Brands, Inc.	Asados	0,40	2,12	315%	0,128	0,9%	0,0011	0,03
Popeyes Louisiana Kitchen Inc	Pollo	0,5	1,29	188%	0,223	0,5%	0,0012	0,01
<b>TOTAL</b>			<b>244,13</b>			<b>100,0%</b>	<b>0,57</b>	<b>0,45</b>

Fuente: Elaboración propia con base en Estados Financieros de cada compañía - <http://finance.yahoo.com/>

Con base en la beta desapalancada del sector (0.57) y con el promedio deuda/patrimonio se apalanca nuevamente la beta para proceder con el cálculo del costo de patrimonio en dólares con ajuste a través del diferencial inflación COP/USA para llegar al costo de patrimonio en pesos.

La estructura de capital para la valoración de la franquicia se determinó con base en la estructura de capital del sector lo cual se tiene que el 29.3% de los activos se financian con deuda y el 70.7% con capital propio, estimando así el WACC o tasa de descuento para la valoración de la franquicia del 15.24%.

El costo de la deuda se determinó como la tasa de interés que Bancolombia cobra por un crédito ordinario, el cual es del 15.78% E.A, por ser un proyecto que una persona natural puede acceder fácilmente, donde después de descontar el beneficio tributario equivale al 10.41% y con base en la estructura financiera citada anteriormente represente el 3.05%. De esta manera se procede a calcular el WACC:

**Tabla 9. Tasa de descuento para la valoración de la franquicia**

% Pasivo	29.3%
% Patrimonio	70.7%
Beta desapalancado sector	0,57
Deuda Financiera/Patrimonio	0,41
Tasa Impositiva	34%
<b>Beta Apalancada (BI)</b>	<b>0,723</b>
Tasa Libre Riesgo (Rf) Yield bonos USA 5 años	1,24%
Rendimiento del mercado (Rm) S&P 500	10,2%
Prima riesgo mercado (Rm-Rf)	8,96%
Riesgo País -EMBI	3,22%
<i>Costo patrimonio (Nominal en USD)</i>	<i>10,9%</i>
Inflación Colombia	6,50%
Inflación en USA	0,82%
Devaluación (diferencial inflación COP/USA)	5,68%
<b>Costo patrimonio (Nominal en Pesos)</b>	<b>17,24%</b>
Costo deuda sin beneficio tributario	15,78%
<b>Costo deuda con beneficio tributario</b>	<b>10,41%</b>
<b>WACC</b>	<b>15,24%</b>

Fuente: Elaboración propia

#### **4.4.1 Tasa de descuento franquicia Pasteles La Locurita S.A frente a otras valoraciones**

En la tabla 10, se realiza la comparación de la tasa de descuento del ejercicio de valoración de la franquicia de Pasteles La Locurita S.A con trabajos realizados por otros autores en el marco del sector de restaurantes, que incluye comidas rápidas. De esta manera, se evidenciaron amplias brechas frente a los dos trabajos de Damodaran (empresas sector restaurantes en USA y en Mercados Emergentes) y Maldonado (Grupo Nutresa, propietaria de Hamburguesas el Corral), originado principalmente por las fechas de valoración, dado que por ejemplo la tasas de descuento de Nutresa fue calculada en marzo de 2015 y aunque las tasas de descuento de Damodaran fueron calculadas en enero de 2016, no alcanzan a recoger las nuevas perspectivas económicas que inciden en el presente trabajo.

El ejercicio de valoración de Pasteles La Locurita S.A se realizó en un ambiente económico de visibles cambios, con tasas de inflación proyectada al 6.5% que superan la meta del Banco de la Republica 2%-4%, y su consecuente resultado en las tasas de interés decretada por este organismo que alcanzó en Agosto de 2016 el 7.75% , con una mayor percepción de riesgo en países emergentes que se refleja en el indicador EMBI Colombia de pasar de 250 a 322 puntos básicos del año 2015 al 2016. Esto demuestra cada vez menores perspectivas de crecimiento nacional frente al año inmediatamente anterior 2.4% se proyecta para el año 2016 frente al crecimiento económico del 3.1% generado en el año 2005.

La caracterización anterior, no permite tener bases comparables con otras fuentes. Sin embargo, es importante señalar por ejemplo la notable diferencia en el costo de capital entre las 83 empresas

del sector de restaurante de USA (5.86%) y las 79 empresas de países emergentes (11.06%), lo cual soporta la incertidumbre y percepciones de menor crecimiento asociado con estos países.

**Tabla 10. Comparativo tasas de descuento**

<b>Autor</b>	<b>Empresa</b>	<b>Tasa Descuento (WACC)</b>
	<b>Pasteles La Locurita S.A (Canasta 10 empresas USA)</b>	<b>15,24%</b>
Damodaran (2016)	83 empresas de USA	5,86%
Damodaran (2016)	79 empresas de Países Emergentes	11,06%
Maldonado y Ruiz (2015)	Nutresa	9,20%

Fuente: Elaboración propia, con base en Damodaran (2016) y Ruíz & Maldonado (2015)

#### 4.5 Valor de continuidad

El valor de continuidad o de perpetuidad para la valoración por flujo de caja libre descontado a partir del quinto año, se estimó por medio de la fórmula:

$$VC = \frac{Noplat_{n+1}}{WACC}$$

Donde:

VC: Valor de Continuidad

Noplat<sub>n+1</sub>: Utilidad Operativa después de impuestos del primer año de perpetuidad

WACC: Costo promedio ponderado de capital

Como se observa, el valor de continuidad estimado para la valoración de Pasteles La Locurita S.A, no contempla gradiente de crecimiento, pues el crecimiento a perpetuidad se definió bajo un enfoque moderado, al suponer que la empresa obtendrá una rentabilidad marginal por encima del



Costo de Capital en algunos años y por debajo en otros, convergiendo a una rentabilidad del activo neto promedio igual al costo de capital.

La estimación del valor de continuidad por el método de valoración por EVA, se calculó a partir del valor de continuidad por el método de flujo de caja libre menos los activos netos de operación al final del quinto año.

## 4.6 Resultados de la Valoración de la Franquicia Pasteles La Locurita S.A

### 4.6.1 Valoración por Flujo de caja Descontado

En la tabla 11, se presentan los resultados del ejercicio de valoración por el método de flujo de caja descontado con base en las proyecciones financieras de la franquicia a cinco años, así como la estimación del costo de capital y valor de perpetuidad mencionadas anteriormente.

**Tabla 11. Valoración de la franquicia por flujo de caja libre descontado**

VALORACIÓN FRANQUICIA PASTELES LA LOCURITA S.A POR FLUJO DE CAJA LIBRE DESCONTADO						
	2016	2017	2018	2019	2020	2021 (n+1)
EBIT	\$6.097.544	\$9.338.327	\$5.741.075	\$12.750.808	\$17.568.921	
(-)Impuestos	-\$2.073.165	-\$3.175.031	-\$1.951.966	-\$4.335.275	-\$5.973.433	
<b>NOPLAT</b>	\$4.024.379	\$6.163.296	\$3.789.110	\$8.415.533	\$11.595.488	\$12.421.086
Inversión Neta	\$23.280.465	\$17.457.053	\$15.974.892	-\$8.611.251	\$15.771.438	
FLUJO DE CAJA LIBRE	\$27.304.843	\$23.620.349	\$19.764.001	-\$195.718	\$27.366.926	
Valor Residual					\$81.500.263	
FCL + Valor Residual	\$27.304.843	\$23.620.349	\$19.764.001	-\$195.718	\$108.867.189	
Factor de descuento	0,87	0,75	0,65	0,57	0,49	
<b>VALOR OPERATIVO DE LA EMPRESA</b>	<b>\$107.846.333</b>					
Deuda Financiera						
<b>VALOR TOTAL DE LA EMPRESA</b>	<b>88.530.877</b>					

Fuente: Elaboración propia.

De esta manera se obtiene que los flujos de caja libre descontados a una tasa del 15.24 por ciento genera un valor operativo de la franquicia de \$107.846.333 que al disminuirle el valor equivalente a las obligaciones financieras, genera un valor de patrimonio de \$88.530.877. Es importante resaltar aquí la relevancia del valor de continuidad en la valoración, pues este representa el 37 por ciento del valor actual de la franquicia, a pesar que se proyectó bajo un escenario conservador con crecimiento a perpetuidad igual al costo de capital.

Es de resaltar que la inversión neta en activos genera un resultado negativo dado que el negocio de esta franquicia representa un modelo de capital de trabajo de caja, dado el ciclo de tesorería de menos dos días, lo que hace que año tras año se utilice dinero de este rubro de capital de trabajo. De igual manera, la vida útil de los activos entre 3 y 5 años, avalado por la experiencia en este tipo de franquicias, hace que el rubro por depreciaciones y amortizaciones sean superiores al incremento en los activos fijos.

El ejercicio de valoración de la franquicia de Pasteles La Locurita S.A genera resultados financieros positivos para el inversionista,

#### **4.6.2 Valoración por método EVA**

Como ejercicio complementario y con el fin de validar los resultados de la valoración por flujo de caja descontado, se presentan los resultados de la valoración través de EVA en la tabla 12.

**Tabla 12. Valoración de la franquicia por método de EVA**

<b>VALORACIÓN FRANQUICIA PASTELES LA LOCURITA S.A POR EL METODO DE EVA</b>						
	<b>0</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
ROIC		6,2%	14,6%	15,4%	96,8%	67,0%
WACC		15,24%	15,24%	15,24%	15,24%	15,24%
CAPITAL OPERATIVO NETO	\$65.404.135	\$42.123.670	\$24.666.618	\$8.691.726	\$17.302.977	\$1.531.539
EVA		-\$5.943.570	-\$256.582	\$29.782	\$7.090.866	\$8.958.419
EVA Residual						\$79.968.724
Valor EVA+EVA RESIDUAL		-\$5.943.570	-\$256.582	\$29.782	\$7.090.866	\$88.927.143
FACTOR DE DESCUENTO		0,87	0,75	0,65	0,57	0,49
MVA	\$42.442.198					
Capital Invertido	\$65.404.135					
<b>VALOR OPERATIVO EMPRESA</b>	<b>\$107.846.333</b>					
Deuda Financiera	- 19.315.456					
<b>VALOR TOTAL DE LA EMPRESA</b>	<b>\$88.530.877</b>					

Fuente: Elaboración propia.

De acuerdo con los resultados obtenidos por este método, se valida la pertinencia del método de flujo de caja descontado, complementado el análisis al estimar en \$42.442.198 la prima del negocio o Valor agregado de Mercado (MVA), entendido como el valor presente de los EVA futuros, el cual coincide exactamente con el Valor presente de los flujos de caja libre menos la inversión realizada en la franquicia.

#### **4.6.3 Otros Indicadores**

A continuación se presentan otros indicadores de rentabilidad que sustentan la factibilidad de la inversión en la franquicia valorada:

**Tabla 13. Indicadores de criterios de inversión**

<b>INDICADOR</b>	<b>VALOR</b>
VPN PROYECTO	\$42.442.198
TIR INVERSIONISTA	40%
TIR PROYECTO	35%
IR (Índice de rentabilidad)	1.6
TIRM (Verdadera tasa de rentabilidad)	27%
Periodo de Recuperación Inversión (años)	4.208

Fuente: Elaboración propia.

Como se puede observar, todos los indicadores muestran que la inversión genera rentabilidades al inversionista por encima del costo de capital del 15.24%, considerando los niveles de inversión requerido en el inicio de la operación, así como al tercer año, lo que implica que el inversionista recupere su inversión a inicios del año 2019.

#### **4.6.4 Análisis de Sensibilidad**

El modelo de valoración de la franquicia se simuló bajo un escenario optimista y pesimista. Las variables que se sensibilizaron para observar el impacto en el valor operativo y total de la franquicia, así como la rentabilidad del inversionista fueron tres: la tasa de regalía, el canon de entrada y el WACC.

Las dos primeras variables fueron seleccionadas específicamente para estimar la sensibilidad ante las características propias y únicas de este modelo de negocio de franquicia. En la tabla 14 se presentan los resultados.

**Tabla 14. Resumen de escenario**

<b>Resumen del escenario</b>			
	Valores actuales:	Pesimista	Optimista
<b>Celdas cambiantes:</b>			
TASA REGALÍA	5%	8%	3%
CANON ENTRADA (% Inversion Inicial)	20%	40%	0%
WACC	15,2%	18,0%	12,0%
<b>Celdas de resultado:</b>			
VALOR OPERATIVO DE LA FRANQUICIA	\$107.846.333	\$52.799.849	\$176.320.836
VALOR TOTAL DE LA FRANQUICIA	88.530.877	30.260.468	160.229.305
VPN	\$42.442.198	-\$23.604.286	\$121.916.701
TIRM (Verdadera Tasa de rentabilidad)	27%	9%	42%
Periodo de recuperación (años)	4,208	6,330	3,861

Notas: La columna de valores actuales representa los valores de las celdas cambiantes en el momento en que se creó el Informe resumen de escenario. Las celdas cambiantes de cada escenario se muestran en gris.

Fuente: elaboración propia.

Bajo el escenario pesimista con cambios simultáneos en las tres variables, se observa una disminución del 51 por ciento en el valor operativo de la franquicia lo que genera un VPN negativo, pues en el periodo evaluado los flujos de caja descontados no alcanzan ni tan siquiera a generar una recuperación de la inversión inicial. La tasa de retorno (9 por ciento) es más baja que el costo de capital 15.24 por ciento, debiendo darse un tiempo de más de seis años para recuperar la inversión generada inicialmente.

En el escenario optimista, el valor operativo de la franquicia se incrementa en un 63%, el VPN asciende a los \$122 millones y la tasa verdadera de rentabilidad alcanza el 42%. Adicionalmente, mejora el periodo de retorno de la inversión al pasar de 4.2 años a 3.86 años.

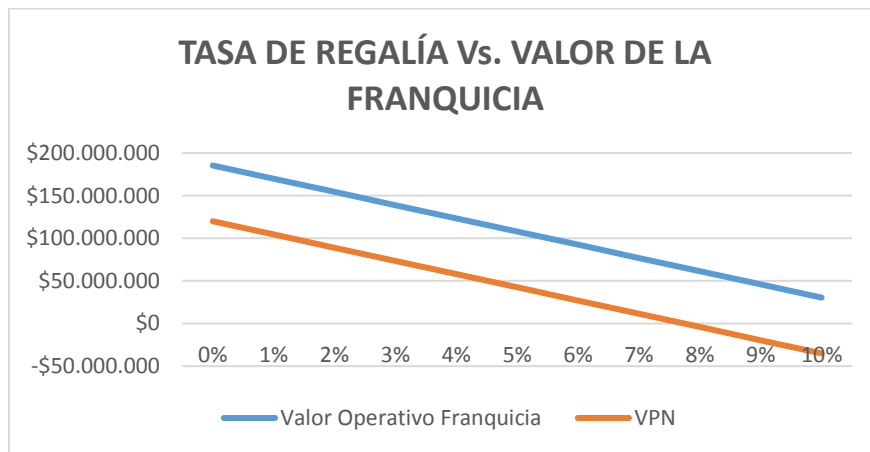
Al hacer un análisis de sensibilidad por cada una de las tres variables ceteris paribus, se observa que la tasa de regalía es la variable que genera un mayor impacto en la valoración:

**Tabla 15. Sensibilización de cada variable ceteris paribus**

	Valor Operativo Franquicia	VPN
Tasa Regalía 8%	\$61.355.088	-\$4.049.047
Canon Entrada 40%	\$104.631.345	\$28.227.210
WACC 18%	\$94.157.006	\$28.752.871

Fuente: Elaboración propia

En la figura 2, se detalla la relación inversa entre la tasa de regalía y el valor de la franquicia en una escala entre el 0% y el 10%.



**Figura 2.** Impacto de la tasa de regalía en el valoración de la franquicia

Fuente: Elaboración propia.

Se puede observar que una tasa de regalía superior al 8 por ciento no hace viable la pertinencia de la inversión en la franquicia por cuanto empieza a generar un VPN negativo y un muy bajo valor operativo del negocio. Contrario al establecimiento de una tasa de regalía de 0 por ciento, lo cual potencializa el valor de la compañía. No obstante, un cinco por ciento hace viable la negociación para ambas partes.

## 5. CONCLUSIONES

Una vez finalizada la valoración de la franquicia para oferta de Pasteles La Locurita S.A se llega a las siguientes conclusiones:

- La valoración de un negocio bajo el modelo de franquicia demanda el conocimiento y bases teóricas de las características del mismo, con el fin de hacer una valoración objetiva y con estándares de procedimientos internacionales, puesto que en Colombia no hay una legislación y referenciación explícita para este modelo de negocio.
- La determinación del canon inicial de entrada a una inversión de franquicia, pero sobre todo la tasa de regalía, son elementos que pueden manifestar un mayor o menor valor para la empresa, dado que por ejemplo la regalía es un rubro permanente y periódico indexado a la generación de ingresos, que permite beneficiar al franquiciador, pero puede ir en detrimento de la rentabilidad del inversionista. Por lo tanto, se hace necesario evaluar las diferentes metodologías de asignación de esta tasa para que sea competitiva y justa para las partes involucradas. En el presente trabajo se observó que esta variable tiene un alto impacto en la generación de valor operativo de la franquicia.
- El establecimiento de la tasa de capital a la cual se descuentan los flujos de caja libre debe precisarse con cuidado y ser expresamente evaluada para la franquicia en cuestión, pues debe considerar los riesgos inherentes al sector y otras variables básicas propias del ambiente donde se desarrollará el negocio. Por lo cual, no es viable adoptar tasas de descuento de valoración

de franquicias similares, dado que aunque sirven de referencia, pueden tal vez no cumplir con criterios de aceptabilidad temporal de los parámetros y conllevar a una valoración no ajustada a las condiciones imperantes del momento.

- La franquicia de comidas rápidas genera y agrega valor al inversionista por cuanto supera ampliamente el costo de oportunidad generando retornos positivos, pues las inversiones se recuperan en promedio entre 3 y 4 años. Adicionalmente, por ser del sector de alimentos con venta diaria y de contado genera una buena fuente de caja y por tanto capital de trabajo, que hace que año tras año prevalezca esta fortaleza del negocio.



## REFERENCIAS

- Aliouche, E. H., & Schlenrich, U. (2005). Does franchising create value? An analysis of the financial performance of us public restaurant firms. *The William Rosenberg International Center of Franchising*. Recuperado <http://www.unh.edu/news/docs/franchisingvaluereport.pdf>
- Annual Study of Intangible Asset Market Value from Ocean Tomo, LLC (2015). Ocean Tomo. Consultado el 5 de agosto de 2016, de <http://www.oceantomo.com/2015/03/04/2015-intangible-asset-market-value-study/>
- Asia-Pacific Centre for Franchising Excellence (n.d.). *Franchise Fees & Royalties*. Recuperado de [https://www.griffith.edu.au/\\_\\_data/assets/pdf\\_file/0006/599658/Franchise-Fees-and-royalties.pdf?bustCache=46743900](https://www.griffith.edu.au/__data/assets/pdf_file/0006/599658/Franchise-Fees-and-royalties.pdf?bustCache=46743900)
- Avecilla, A. (2012). *Desarrollo de un modelo de franquicia para el restaurant Bonny, dedicado a la gastronomía nacional ubicado en la ciudad de Riobamba, para su expansión en la ciudad de Quito*. (tesis de pregrado). Universidad Politecnica Salesiana. Quito, Ecuador.
- Criteria (Noviembre, 2015). Modulo Financiero de las Microfranquicias. En L. Martinez. *Proyecto de Microfranquicias Propais*. Conferencia llevado a cabo en Santiago de Cali, Colombia.
- Damodaran, A. (2016). *Damodaran Online*. Recuperado de <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Degnan, S. A., & Horton, C. (1997). A Survey of Licensed Royalties. *les Nouvelles*, 32(2), 91-96. Recuperado de <http://plg-group.com/wp-content/uploads/2014/03/A-survey-of-Licensed-Royalties-Stephen-Degnan-Corwin-Horto.pdf>
- Entrepreneur Franchise (2011). Conoce los costos de una franquicia. Consultado el 21 de agosto de 2016, de <https://www.entrepreneur.com/article/263989>
- Fernández, M. B. (2000). Causas de la aparición de la franquicia. *Documentos de trabajo (Universidad de Oviedo. Facultad de Ciencias Económicas)*, (212), 1-28.
- Fernández, P. (2008a) Métodos de valoración de empresas. Documento de investigación DI-771. *IESE Business School, Universidad de Navarra*.

- Fernández, P. (2008b). Valoración de opciones reales: dificultades, problemas y errores. Documento de investigación DI-760. *IESE Business School, Universidad de Navarra*.
- Forero, J. (2010). Variables que inciden en el valor de una franquicia. *Revista nacional de investigación – Memorias*, 8 (13), p. 130.
- García, O. L. (2003). *Valoración de empresas, gerencia del valor y Eva*. Medellín, Colombia: Digital Express Ltda.
- Goldscheider, R., Jarosz, J., & Mulhern, C. (2002). Use Of The 25 Per Cent Rule In Valuing IP. *Les Nouvelles*, 37(4), 123-133. Recuperado de <http://www.bu.edu/otd/files/2009/11/goldscheider-25-percent-rule.pdf>
- Heberden, T. (2011). Intellectual property valuation and royalty determination. En A. Liberman, P. Chrocziel, & R. Levine (Ed.), *International licensing and technology transfer: Practice and the law*. New York: Wolters Kluwer.
- How to value a franchise resale (2014). Which franchise. Consultado el 5 de julio de 2016, de <http://www.whichfranchise.co.za/existing-franchises-for-sale/value-franchise-resale/>
- Infofranquicias. (2016, Mayo 5). *Canon de Entrada*. Recuperado de <http://www.infofranquicias.com/cd-7012/Canon-de-entrada.aspx>
- Kemmerer, J. E., & Lu, J. (2012). Profitability and Royalty Rates Across Industries: Some Preliminary Evidence. *KPMG Global Valuation Institute*. Recuperado de [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1141865](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1141865)
- Martin, A., y Fernández, C. (1999). *La valoración en las franquicias. Un enfoque metodológico. Estudio de Caso: análisis de opciones de negocio sobre una parcela de terreno*. Colegio de Ingenieros de Venezuela, Mérida, Venezuela.
- Monroe, D. (2008, september). What's my franchise worth?. *Franchise times 1-2*. Recuperado de <http://mmlawfirm.com/wp-content/uploads/2014/03/FT-Monroe-Sept-2008.pdf>
- Mosquera, F. (2010). La franquicia, una estrategia de crecimiento empresarial. *MBA Eafit. Universidad Eafit*, 70-85.

- Pareja, I. V. (2016). Métodos de valoración de intangibles. *Cuadernos Latinoamericanos de Administración*, 9(17), 29-47. Recuperado de <http://revistas.unbosque.edu.co/index.php/cuaderlam/article/view/1237/804>
- Pereyra, M. (2008). Valoración de empresas: una revisión de los métodos actuales. *Universidad ORT Uruguay*. Recuperado de <http://www.ort.edu.uy/facs/pdf/documentodetrabajo41.pdf>
- Razgaitis, R. (2009). *Valuation and Dealmaking of Technology-Based Intellectual Property: Principles, Methods and Tools*. Recuperado de [https://books.google.com.co/books?id=3Yv8jh4vqY8C&pg=PA101&lpg=PA101&dq=mcgavock+royalty+rate+survey&source=bl&ots=23\\_XrkPhjG&sig=cro\\_ErlfUN5WJhfCKhiaFNK6LRM&hl=es&sa=X&ved=0ahUKEwiBja6S793OAhUMWh4KHVfkCQIQ6AEIHjAB#v=onepage&q=mcgavock%20royalty%20rate%20survey&f=false](https://books.google.com.co/books?id=3Yv8jh4vqY8C&pg=PA101&lpg=PA101&dq=mcgavock+royalty+rate+survey&source=bl&ots=23_XrkPhjG&sig=cro_ErlfUN5WJhfCKhiaFNK6LRM&hl=es&sa=X&ved=0ahUKEwiBja6S793OAhUMWh4KHVfkCQIQ6AEIHjAB#v=onepage&q=mcgavock%20royalty%20rate%20survey&f=false)
- Rodríguez, A. (2009). *Un modelo para la valoración de intangibles. Aplicación a las franquicias de la industria restaurantera en México*. Tesis doctoral. Universidad Politécnica de Valencia. Valencia, España.
- Ruíz, M. S., & Faria, J. D. (2015). *Reporte financiero Burkenroad/Latinoamérica-Colombia/Grupo NUTRESA SA*. Recuperado de [https://repository.eafit.edu.co/bitstream/handle/10784/7990/Melissa\\_RuizSaenz\\_Daniel\\_FariaMaldonado\\_2015.pdf?sequence=2&isAllowed=y](https://repository.eafit.edu.co/bitstream/handle/10784/7990/Melissa_RuizSaenz_Daniel_FariaMaldonado_2015.pdf?sequence=2&isAllowed=y)
- Sanli, N., & Kurtz, B. (2006). Appraisal of franchises requires the use of unique valuation procedures. *Franchise Law Journal*, 26(2), 1-4.
- Sarmiento, J. A. (s.f.). *Valoración de Empresas* (archivo pdf). Recuperado de <http://www.javeriana.edu.co/decisiones/Julio/presentaciones/valoracion.pdf>
- Schaeffer, B., & Levitt, E. (2012). Valuations in franchising. *Dickinson Wright*. Recuperado de <http://www.dickinson-wright.com/~media/Documents/Documents%20linked%20to%20attorney%20bios/Levitt%20NED/21Valuations%20in%20Franchising.pdf>
- Schaeffer, B. S., & Ogulnick, S. (2008). Why valuing franchise businesses is different from valuing other businesses. *Business appraisal practice*, 37-41.

- Seid, M. (2011). Pricing Of Franchises: How to Charge For Fees, Area Development Fees, Etc. *MSA Worldwide*. Recuperado de [http://www.msaworldwide.com/franchising-resources/articles/pricing\\_of\\_franchises](http://www.msaworldwide.com/franchising-resources/articles/pricing_of_franchises)
- Selden, A., Gipson, R., & Parker, A. (2008). *An introducción to Franchising*. Recuperado del sitio de internet de Minnesota Department of Employment and Economic Development: [https://mn.gov/deed/assets/intro-to-franchising\\_tcm1045-218285.pdf](https://mn.gov/deed/assets/intro-to-franchising_tcm1045-218285.pdf)
- Valuation methods (n.d.). Venture Valuation. Consultado el 2 de agosto de 2016, de <http://www.venturevaluation.com/en/methodology/valuation-methods>
- Valuing a Franchise Business (2004). Kotzin Valuation partners. Consultado el 2 de agosto de 2016, de <http://www.kotzinvaluation.com/articles/franchise.htm>

## Anexo 1. Rendimiento del mercado en Estados Unidos 2011-2015

Date	Rentabilidad	Date	Rentabilidad	Date	Rentabilidad	Date	Rentabilidad	Date	Rentabilidad
Jan 3, 2011	2,2%	Jan 3, 2012	4,3%	Jan 2, 2013	4,9%	Jan 2, 2014	-3,6%	Jan 2, 2015	-3,2%
Feb 1, 2011	3,1%	Feb 1, 2012	4,0%	Feb 1, 2013	1,1%	Feb 3, 2014	4,2%	Feb 2, 2015	5,3%
Mar 1, 2011	-0,1%	Mar 1, 2012	3,1%	Mar 1, 2013	3,5%	Mar 3, 2014	0,7%	Mar 2, 2015	-1,8%
Apr 1, 2011	2,8%	Apr 2, 2012	-0,8%	Apr 1, 2013	1,8%	Apr 1, 2014	0,6%	Apr 1, 2015	0,8%
May 2, 2011	-1,4%	May 1, 2012	-6,5%	May 1, 2013	2,1%	May 1, 2014	2,1%	May 1, 2015	1,0%
Jun 1, 2011	-1,8%	Jun 1, 2012	3,9%	Jun 3, 2013	-1,5%	Jun 2, 2014	1,9%	Jun 1, 2015	-2,1%
Jul 1, 2011	-2,2%	Jul 2, 2012	1,3%	Jul 1, 2013	4,8%	Jul 1, 2014	-1,5%	Jul 1, 2015	2,0%
Aug 1, 2011	-5,8%	Aug 1, 2012	2,0%	Aug 1, 2013	-3,2%	Aug 1, 2014	3,7%	Aug 3, 2015	-6,5%
Sep 1, 2011	-7,4%	Sep 4, 2012	2,4%	Sep 3, 2013	2,9%	Sep 2, 2014	-1,6%	Sep 1, 2015	-2,7%
Oct 3, 2011	10,2%	Oct 1, 2012	-2,0%	Oct 1, 2013	4,4%	Oct 1, 2014	2,3%	Oct 1, 2015	8,0%
Nov 1, 2011	-0,5%	Nov 1, 2012	0,3%	Nov 1, 2013	2,8%	Nov 3, 2014	2,4%	Nov 2, 2015	0,1%
Dec 1, 2011	0,8%	Dec 3, 2012	0,7%	Dec 2, 2013	2,3%	Dec 1, 2014	-0,4%	Dec 1, 2015	-1,8%
Promedio	0,00%		1,05%		2,16%		0,90%		-0,06%
Periodica	0,00%		1,05%		2,18%		0,90%		-0,06%
E.A	0,00%		13,41%		29,60%		11,39%		-0,73%
<b>RM</b>	<b>10,2%</b>								

Fuente: elaboración propia con base en <http://finance.yahoo.com/q/hp?s=%5EGSPC&a=11&b=01&c=2010&d=11&e=31&f=2015&g=m> en

## Anexo 2. Indicadores macroeconómicos

DATOS MACROECONOMICOS	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (variación Anual)	2,6%	2,9%	3,8%	3,9%	4,0%
Inflación (IPC variación anual)	6,5%	3,7%	3,1%	3,0%	3,0%
DTF 90 días (% fin de año)	7,2%	5,7%	5,8%	4,7%	4,5%
Inflación USA	0,82%	1,54%	2,37%	2,49%	2,34%
IVA	16%	16%	16%	16%	16%
Impuesto renta	25%	25%	25%	25%	25%
Impuesto de Renta para la Equidad	9%	9%	9%	9%	9%

Fuente: elaboración propia con base en Investigaciones Económicas de Bancolombia (2016) Recuperado de: <http://www.grupobancolombia.com/wps/portal/empresas/capital-inteligente/investigaciones-economicas/publicaciones/tablas-macroeconomicos-proyectados/> y Statista Portal (2016). Recuperado de: <http://www.statista.com/statistics/244983/projected-inflation-rate-in-the-united-states/>

### Anexo 3. Descripción de rubros de gastos para la franquicia

GASTOS VARIABLES (proporción a los ingresos)			GASTOS FIJOS MENSUALES			GASTOS FIJOS ANUALES			
CONCEPTO	%	BASE	CONCEPTO	VALOR	INCREMENTO	CONCEPTO	VALOR	INCREMENTO	MES
Acueducto y Alcantarillado	0,21%	Ingresos	Acueducto y alcantarillado (cargo fijo)	\$20.958	IPC	Cámara Comercio (año)	\$130.000	IPC	enero
Energía	1,95%	Ingresos	Aseo	\$8.449	IPC	Bomberos (año)	\$35.000	IPC	enero
Aseo	0,05%	Ingresos	Internet	\$125.000	IPC	Seguros (año)	\$400.000	IPC	enero
Mantenimientos	1,5%	Ingresos	Fumigaciones	\$45.000	IPC				
Elementos Aseo y Cafetería	0,50%	Ingresos	Arrendamiento	\$3.000.000	IPC+2				
Útiles y Papelería	0,20%	Ingresos	Honorarios Contador	\$400.000	IPC				
Envases y Empaques	1,17%	Ingresos	Honorarios legales	\$200.000	IPC				
Taxis y buses	0,06%	Ingresos	Volanteo	\$136.000	IPC				
Casino y Restaurante	0,07%	Ingresos	Cambio base por moneda sencilla	\$34.000	IPC				

Fuente: elaboración propia.

### Anexo 4. Detalle de la inversión Inicial en Activos

	Cantidad	Costo	total	Años Depr y/o amort
<b>EQUIPOS Y MONTAJE</b>				
Mueble Madera	1	\$8.200.000	\$8.200.000	3
Mesas	3	\$180.000	\$540.000	3
Sillas	12	\$80.000	\$960.000	3
Lavatraperos y trampa	1	\$1.200.000	\$1.200.000	5
Vitrinas	2	\$1.700.000	\$3.400.000	5
Horno	1	\$1.400.000	\$1.400.000	5
Congelador	1	\$1.800.000	\$1.800.000	5
Nevera	1	\$2.300.000	\$2.300.000	5
Planchas	3	\$350.000	\$1.050.000	3
Portavasos	1	\$280.000	\$280.000	3
Aviso exterior	1	\$2.400.000	\$2.400.000	3
Aviso menú	1	\$1.400.000	\$1.400.000	3
Floor graphic	1	\$900.000	\$900.000	3
Equipo Cómputo y POS	1	\$4.500.000	\$4.500.000	5
Sistema video seguridad	1	\$1.600.000	\$1.600.000	5
Caja Fuerte seguridad	1	\$600.000	\$600.000	5
Buzón de sugerencias	1	\$80.000	\$80.000	3
<b>TOTAL EQUIPO Y MONTAJE</b>			<b>\$32.610.000</b>	
<b>PREOPERATIVOS</b>				
<b>ADECUACIONES LOCATIVAS</b>			<b>\$10.410.000</b>	3
<b>TOTAL ADECUACIONES LOCATIVAS</b>			<b>\$10.410.000</b>	
<b>OTROS</b>				
Legales			\$500.000	3
Arriendo 1 Mes			\$3.000.000	3
Gasto personal 1 mes			\$3.909.460	3
<b>TOTAL OTROS</b>			<b>\$7.409.460</b>	
<b>TOTAL PREOPERATIVOS</b>			<b>\$17.819.460</b>	
<b>INVENTARIOS E INSUMOS</b>				
<b>TOTAL INVENTARIO E INSUMOS INICIAL</b>			<b>\$3.974.675</b>	
<b>CAJA INICIAL</b>			<b>\$500.000</b>	
<b>LICENCIA FRANQUICIA (CANON DE ENTRADA)</b>			<b>\$11.000.000</b>	5
<b>TOTAL INVERSIÓN INICIAL</b>			<b>\$65.904.135</b>	

Fuente: elaboración propia.

## Anexo 5. Inversión en activos al tercer año

	Cantidad	Costo	total
<b>EQUIPOS Y MONTAJE</b>			
Mueble Madera	1	\$9.750.000	\$9.750.000
Mesas	3	\$250.000	\$750.000
Sillas	12	\$115.000	\$1.380.000
Planchas	3	\$570.000	\$1.710.000
Portavasos	1	\$320.000	\$320.000
Aviso exterior	1	\$2.700.000	\$2.700.000
Aviso menú	1	\$1.650.000	\$1.650.000
Floor graphic	1	\$1.250.000	\$1.250.000
Buzón de sugerencias	1	\$150.000	\$150.000
<b>TOTAL EQUIPO Y MONTAJE</b>			<b>\$19.660.000</b>
<b>ADECUACIONES LOCATIVAS</b>			<b>\$5.860.000</b>
<b>TOTAL REINVERSION AÑO 3</b>			<b>\$25.520.000</b>

Fuente: elaboración propia.

## Anexo 6. Flujo de tesorería proyectado a 5 años Pasteles La Locurita S.A

	FLUJO TESORERÍA					
	0	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Saldo Operativo</b>						
Ingresos de Caja						
Ventas de contado		\$272.221.530	\$290.564.280	\$301.933.322	\$323.245.467	\$346.260.544
<b>Ingresos de Caja Totales</b>	<b>\$0</b>	<b>\$272.221.530</b>	<b>\$290.564.280</b>	<b>\$301.933.322</b>	<b>\$323.245.467</b>	<b>\$346.260.544</b>
Pagos Totales	\$3.974.675	\$131.557.577	\$146.975.643	\$156.444.187	\$167.516.391	\$179.443.008
Gastos Generales		\$78.035.025	\$82.624.650	\$86.223.808	\$91.065.910	\$96.197.795
Pagos de nómina		\$34.287.772	\$35.566.706	\$36.669.274	\$37.784.020	\$38.917.540
Compra Activos Fijos y preoperativos	\$50.429.460				\$25.520.000	
Pago por Licencia	\$11.000.000					
Impuestos			\$1.036.852	\$2.434.952	\$1.554.865	\$4.335.275
<b>Egresos de Caja Totales</b>	<b>\$65.404.135</b>	<b>\$243.880.374</b>	<b>\$266.203.851</b>	<b>\$281.772.220</b>	<b>\$323.441.185</b>	<b>\$318.893.618</b>
Saldo Neto de Caja	-\$65.404.135	\$28.341.156	\$24.360.428	\$20.161.102	-\$195.718	\$27.366.926
<b>Financiación Externa</b>						
Préstamo Largo Plazo	\$19.315.456					
Abono Capital		\$5.521.382	\$6.392.656	\$7.401.417	\$0	\$0
Pago Interes		\$3.047.979	\$2.176.705	\$1.167.944	\$0	\$0
Saldo neto de caja despues de transacci	-\$46.088.679	\$19.771.795	\$15.791.067	\$11.591.741	-\$195.718	\$27.366.926
<b>Transacciones con el inversionista</b>						
Aporte Capital	\$46.588.679					
Pago Dividendos			\$1.207.628	\$2.836.003	\$1.810.960	\$5.049.320
Saldo neto de caja despues de transacci	\$500.000	\$19.771.795	\$14.583.440	\$8.755.738	-\$2.006.678	\$22.317.606
Transacciones Discrecionales						
Venta Inversiones temporales						
Interés recibido de inversiones temporales						
Inversiones Temporales						
<b>Saldo neto de caja después de transacci</b>	<b>\$500.000</b>	<b>\$19.771.795</b>	<b>\$14.583.440</b>	<b>\$8.755.738</b>	<b>-\$2.006.678</b>	<b>\$22.317.606</b>
<b>Saldo Acumulado de Caja al final de año</b>	<b>\$500.000</b>	<b>\$20.271.795</b>	<b>\$34.855.235</b>	<b>\$43.610.973</b>	<b>\$41.604.295</b>	<b>\$63.921.901</b>

Fuente: elaboración propia.

## Anexo 7. Estado de resultados proyectado a 5 años Pasteles La Locurita S.A

ESTADO DE RESULTADOS					
	2016	2017	2018	2019	2020
<b>VENTAS</b>	<b>\$272.221.530</b>	<b>\$290.564.280</b>	<b>\$301.933.322</b>	<b>\$323.245.467</b>	<b>\$346.260.544</b>
Costo Ventas	-\$137.031.370	-\$146.264.776	-\$156.529.346	-\$167.578.063	-\$179.509.622
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	<b>\$135.190.161</b>	<b>\$144.299.503</b>	<b>\$145.403.977</b>	<b>\$155.667.404</b>	<b>\$166.750.923</b>
<b>GASTOS OPERACIONALES</b>	<b>-\$129.092.617</b>	<b>-\$134.961.176</b>	<b>-\$139.662.902</b>	<b>-\$142.916.596</b>	<b>-\$149.182.002</b>
Gasto Personal	\$34.287.772	\$35.566.706	\$36.669.274	\$37.784.020	\$38.917.540
Honorarios	\$7.200.000	\$7.468.560	\$7.700.085	\$7.934.168	\$8.172.193
Arrendamiento	\$36.000.000	\$38.062.800	\$40.004.003	\$42.020.205	\$44.121.215
Seguros	\$400.000	\$414.920	\$427.783	\$440.787	\$454.011
Servicios	\$8.408.980	\$8.903.609	\$9.231.811	\$9.780.606	\$10.368.346
Gastos Legales	\$165.000	\$171.155	\$176.460	\$181.825	\$187.279
Mantenimientos	\$4.083.323	\$4.358.464	\$4.529.000	\$4.848.682	\$5.193.908
Diversos	\$5.444.431	\$5.811.286	\$6.038.666	\$6.464.909	\$6.925.211
Regalías	\$13.611.077	\$14.528.214	\$15.096.666	\$16.162.273	\$17.313.027
Fondo publicidad	\$2.722.215	\$2.905.643	\$3.019.333	\$3.232.455	\$3.462.605
Depreciaciones y Amortizaciones	\$16.769.820	\$16.769.820	\$16.769.820	\$14.066.667	\$14.066.667
<b>UTILIDAD OPERATIVA</b>	<b>\$6.097.544</b>	<b>\$9.338.327</b>	<b>\$5.741.075</b>	<b>\$12.750.808</b>	<b>\$17.568.921</b>
Gasto financiero	\$3.047.979	\$2.176.705	\$1.167.944	\$0	\$0
<b>UTILIDAD ANTES IMPUESTOS</b>	<b>\$3.049.565</b>	<b>\$7.161.623</b>	<b>\$4.573.131</b>	<b>\$12.750.808</b>	<b>\$17.568.921</b>
Provisión Impuestos	\$1.036.852	\$2.434.952	\$1.554.865	\$4.335.275	\$5.973.433
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>\$2.012.713</b>	<b>\$4.726.671</b>	<b>\$3.018.267</b>	<b>\$8.415.533</b>	<b>\$11.595.488</b>
Dividendos	\$1.207.628	\$2.836.003	\$1.810.960	\$5.049.320	\$6.957.293
Utilidades retenidas	\$805.085	\$1.890.668	\$1.207.307	\$3.366.213	\$4.638.195
Utilidades retenidas acumuladas	\$2.012.713	\$5.531.756	\$5.714.020	\$12.318.593	\$18.864.761

Fuente: elaboración propia.



## Anexo 8. Balance General proyectado a 5 años Pasteles La Locurita S.A

BALANCE GENERAL						
	0	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Activos</b>						
Caja y bancos	\$500.000	\$20.271.795	\$34.855.235	\$43.610.973	\$41.604.295	\$63.921.901
Cuentas x Cobrar						
Inventarios	\$3.974.675	\$3.532.669	\$2.437.746	\$2.608.822	\$2.792.968	\$2.991.827
<b>Total Activo Corriente</b>	\$4.474.675	\$23.804.464	\$37.292.981	\$46.219.796	\$44.397.263	\$66.913.728
Equipos y Montaje	\$32.610.000	\$32.610.000	\$32.610.000	\$32.610.000	\$36.460.000	\$36.460.000
<b>Total Activo fijo</b>	\$32.610.000	\$32.610.000	\$32.610.000	\$32.610.000	\$36.460.000	\$36.460.000
Depreciación Acumulada		-\$8.630.000	-\$17.260.000	-\$25.890.000	-\$19.993.333	-\$29.906.667
<b>Activo fijo neto</b>	\$32.610.000	\$23.980.000	\$15.350.000	\$6.720.000	\$16.466.667	\$6.553.333
Licencias	\$11.000.000	\$11.000.000	\$11.000.000	\$11.000.000	\$11.000.000	\$11.000.000
Diferidos	\$17.819.460	\$17.819.460	\$17.819.460	\$17.819.460	\$5.860.000	\$5.860.000
Amortización acumulada		-\$8.139.820	-\$16.279.640	-\$24.419.460	-\$10.753.333	-\$14.906.667
<b>Total Activo</b>	\$65.904.135	\$68.464.104	\$65.182.801	\$57.339.796	\$66.970.596	\$75.420.395
<b>Pasivos</b>						
Cuentas x Pagar		\$5.031.787	\$3.225.997	\$3.482.232	\$3.728.049	\$3.993.522
Impuestos por pagar		\$1.036.852	\$2.434.952	\$1.554.865	\$4.335.275	\$5.973.433
<b>Total Pasivo Corriente</b>		\$6.068.639	\$5.660.948	\$5.037.096	\$8.063.324	\$9.966.955
Obligaciones Financieras	\$19.315.456	\$13.794.074	\$7.401.417	\$0	\$0	\$0
<b>Total Pasivo no Corriente</b>	\$19.315.456	\$13.794.074	\$7.401.417	\$0	\$0	\$0
<b>Total Pasivo</b>	\$19.315.456	\$19.862.712	\$13.062.366	\$5.037.096	\$8.063.324	\$9.966.955
Capital	\$46.588.679	\$46.588.679	\$46.588.679	\$46.588.679	\$46.588.679	\$46.588.679
Utilidades retenidas			\$805.085	\$2.695.753	\$3.903.060	\$7.269.273
Utilidad del Ejercicio		\$2.012.713	\$4.726.671	\$3.018.267	\$8.415.533	\$11.595.488
<b>Total Patrimonio</b>	\$46.588.679	\$48.601.392	\$52.120.435	\$52.302.699	\$58.907.273	\$65.453.440
<b>Total Pasivo y patrimonio</b>	\$65.904.135	\$68.464.104	\$65.182.801	\$57.339.796	\$66.970.596	\$75.420.395

Fuente: elaboración propia.