



ESCUELA SUPERIOR POLITECNICA DEL LITORAL

Instituto de Ciencias Humanísticas y Económicas

**“Valoración Financiera de Supermercados
La Favorita C.A.”**

PROYECTO DE GRADUACIÓN

**Previa a la obtención del título de:
Economía con Mención en Gestión
Empresarial Especialización Finanzas**

Presentada por:

**Francisco Antonio Mayorga Castro
Teddy Gustavo Véliz Von Schoettler**

Guayaquil - Ecuador

Marzo - 2005

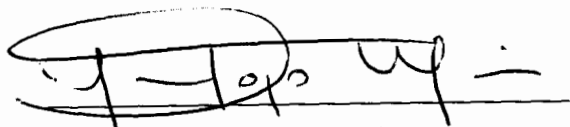
DECLARACIÓN EXPRESA

La responsabilidad del contenido de este Proyecto de Grado corresponde exclusivamente a los autores y el patrimonio intelectual del mismo a la Escuela Superior Politécnica del Litoral (ESPOL)

Francisco Mayorga Castro

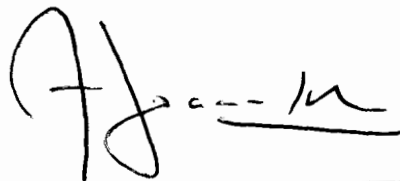
Teddy Véliz von Schoettler

TRIBUNAL DE GRADUACIÓN



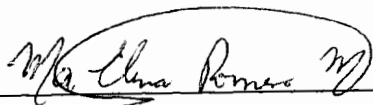
Ing. Oscar Mendoza

Director del ICHE



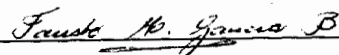
MSc. Federico Bocca

Director de Tesis



MSc. Maria Elena Romero

Primer Vocal Principal



Econ. Fausto García

Segundo Vocal Principal

ÍNDICE

INTRODUCCIÓN:

Planteamiento del problema

Justificación e importancia del proyecto

Objetivos: General y Específicos

CAPÍTULO 1:

DESCRIPCIÓN DE LA HISTORIA Y ENTORNO DEL NEGOCIO

1.1. Reseña histórica de Supermercados La Favorita C.A.....	1
1.2. Descripción de las operaciones de las compañías y filiales que conforman Supermercados La Favorita C.A.....	4
1.3. El Entorno Macroeconómico del país en los últimos años.....	12
1.4. El Tratado de Libre Comercio (TLC) y el Ecuador.....	19

CAPÍTULO 2:

ASPECTOS GENERALES Y MARCO TEÓRICO

2.1. Lineamientos generales para la valoración de empresas.....	20
2.2. Métodos de Valoración de Empresas.....	22
2.2.1. Métodos basados en el Balance (Valor Patrimonial).....	23

2.2.1.1. Valor Contable.....	23
2.2.1.2. Valor Contable Ajustado.....	24
2.2.1.3. Valor de Liquidación.....	24
2.2.2. Métodos basados en la Cuenta de Resultados.....	25
2.2.2.1. Valor de los Beneficios. PER.....	25
2.2.2.2. Valor de los Dividendos.....	25
2.2.3. Método basado en el Fondo de Comercio o Goodwill.....	26
2.2.3.1. Método de Valoración "Clásico".....	27
2.2.4. Métodos basados en el Descuento de Flujos de Fondos.....	28
2.2.4.1. El Free Cash Flow (FCF) o Flujo de Fondos Libre.....	30
2.2.4.2. El Cash Flow Disponible para los Accionistas.....	30
2.2.4.3. Capital Cash Flor.....	31
2.3. Obtención del Flujo de Fondos Libre (Free Cash Flow).....	33
2.4. Valor de la empresa a través del Flujo de Fondos Libre.....	35
2.5. Descripción del Modelo de Valoración de Activos de Capital (CAPM)...	36

CAPÍTULO 3:

ANÁLISIS FINANCIERO Y PROYECCIÓN DEL FLUJO DE CAJA

3.1. Análisis Financiero del Estado de Resultados y del Balance General...	40
3.1.1. Estados de Resultados.....	40
3.1.2. Balances Generales.....	47
3.2. Análisis y Estimación de los principales Ratios Financieros.....	58

3.2.1. Razones de Liquidez.....	58
3.2.2. Razones de Apalancamiento.....	60
3.2.3. Razones de Cobertura.....	62
3.2.4. Razones de Actividad.....	64
3.2.5. Razones de Rentabilidad.....	67
3.3. Proyección de Estados de Resultados y principales cuentas del Balance General.....	70
3.4. Determinación de los Flujos de Caja Libre proyectados.....	86

CAPÍTULO 4:

ESTIMACIÓN DE LA TASA DE DESCUENTO Y VALORACIÓN FINANCIERA DE SUPERMERCADOS LA FAVORITA C.A.

4.1. Desarrollo del CAPM para la obtención de la tasa de descuento de Supermercados La Favorita C.A.....	91
4.2. Aplicación del CAPM para el cálculo del flujo de caja descontado.....	95
4.3. Determinación del Valor Financiero de Supermercados La Favorita.....	97
4.4. Breve estimación del valor de Supermercados La Favorita bajo otros métodos de valoración.....	98

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

INTRODUCCIÓN

PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

En nuestro país existe un mercado financiero poco desarrollado y con una eficiencia débil, es por eso que no existe la suficiente información disponible, y más aún la difícil obtención y recolección de la misma, creando una gran dificultad para que los agentes financieros puedan optimizar la toma de decisiones; en este sentido crea muchas dificultades para poder determinar el correcto valor de mercado de las compañías. Por esta razón, y teniendo en cuenta las limitaciones existentes, se ha escogido a Supermercados La Favorita C.A. como objeto de estudio por ser una de las compañías más representativas del Ecuador y que nos permitirá poder realizar una adecuada valoración financiera, ya que dentro de nuestro medio es una de las compañías con la mayor información disponible y con mayor presencia bursátil.

Es así que este proyecto tratará la valoración financiera de Supermercados La Favorita C.A. con el fin de establecer una metodología básica y útil que sirva como ejemplo para futuras valoraciones de empresas en nuestro medio, para lo cual se tendrá que realizar el respectivo análisis de los estados financieros de la compañía; el estudio y análisis del comportamiento histórico de las cuentas que conforman dichos estados financieros y sus relaciones implícitas; el correcto establecimiento de supuestos que permitan la adecuada proyección

del estado de resultados y de las principales cuentas del balance general; la correcta determinación de los flujos de caja libre; y, la determinación más adecuada del Costo de Capital Medio Ponderado (WACC por sus siglas en inglés) que se ajuste a la realidad de la compañía y que a la vez permitan descontar dichos flujos de caja libre proyectados a valor presente para la obtención del valor financiero de ésta compañía.

A su vez se expondrán los factores más importantes que llevaron a la utilización del método de valoración aplicado, así como los supuestos bajo los cuales se estimarán los componentes del costo de oportunidad de las acciones mediante la aplicación del CAPM.

JUSTIFICACIÓN E IMPORTANCIA DEL PROYECTO

En nuestro país no existe la información suficiente, y más aun la correcta utilización de esta, que conlleve a una eficaz determinación del valor de mercado de las compañías. Es por esta razón que se ha escogido a Supermercados La Favorita C.A., puesto que dentro de nuestro medio es una de las compañías con mayor información disponible y mayor presencia bursátil, lo cual facilita tanto el proceso de obtención y análisis de información así como el proceso de valoración, permitiendo a su vez una mejor obtención del valor de mercado de dicha compañía y, dejando además, una base tanto teórica como práctica del proceso de valoración de una compañía, lo que consecuentemente

pueda servir como modelo básico de metodología a seguir para futuras valoraciones en nuestro país.

Para esto se ha establecido un periodo histórico mínimo de 4 años de información financiera, contando con información completa desde el año 2000 hasta el año 2003, y cierta información correspondiente al año 2004. Aunque también se posee información de los años 1997, 1998 y 1999, se decidió utilizar información únicamente desde el año 2000 puesto que desde entonces se implantó en el Ecuador el sistema de dolarización, y además, porque la información obtenida de los años previos a la dolarización contienen mucha distorsión, debido a la gran inestabilidad política y económica del país en ese entonces, a las grandes tasas de inflación y a la acelerada devaluación monetaria. Es así que dicha información comprende básicamente: balances generales, estados de resultados, estados de flujos de caja, estados de patrimonio de los accionistas, informes de auditores independientes, ratios financieras y detalle de ventas mensuales Cabe recalcar que ésta información fue obtenida con ayuda de la Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG). Además se ha establecido estimar y proyectar el estado de resultados y las principales cuentas del balance general, y consecuentemente, el flujo de caja, en un plazo de proyección de 6 años, contados a partir del año 2004, hasta el año 2009, luego del cual se obtendrá un valor residual de la compañía basado en la valoración de una perpetuidad.

Un vez estimados los flujos de caja que la compañía generará hasta el año 2009 y el valor residual de la compañía en el año 2009, se procederá a descontarlos a valor presente a una tasa de descuento apropiada, obteniendo así el valor financiero de la compañía como una gran fuente generadora de recursos y beneficios futuros.

Y por último con los resultados obtenidos se pretende establecer las conclusiones y recomendaciones para la correcta aplicación del método de valoración destacando y analizando brevemente los factores y determinantes que podrían influir en el proceso de valoración.

OBJETIVOS

OBJETIVO GENERAL:

Determinar el valor financiero de Supermercados La Favorita C.A. mediante la utilización y aplicación del método de descuento de Flujo de Fondos Libre (Free Cash Flow) a la tasa de descuento apropiada, la cual para el caso específico de la compañía será la tasa de descuento esperada por los accionistas; estableciendo así una metodología básica de valoración de compañías en el Ecuador que sirva como guía para futuros estudios.

OBJETIVOS ESPECÍFICOS:

- Establecer la metodología y las herramientas más adecuadas para la correcta valoración de la empresa.
- Analizar la información histórica de las principales cuentas de los estados financieros (desde el año 2000 hasta el año 2003), para descifrar y establecer el comportamiento de dichas cuentas, y calcular las principales ratios financieras.
- Proyectar los estados de resultados y las principales cuentas de los balances generales de la compañía a través del periodo de proyección del año 2004 al año 2009, mediante el establecimiento de supuestos basados en el análisis histórico y las ratios financieras.
- Determinar los flujos de caja esperados más congruentes con la situación actual de la compañía y del país, para los próximos 6 años, en base a los estados de resultados y las principales cuentas de los balances generales proyectados.
- Obtener un beta patrimonial de la compañía, como una medida del riesgo sistemático de la misma, y demás factores para la utilización del CAPM, para la estimación el costo de oportunidad de las acciones o tasa de descuento esperada por los accionistas.
- Estimar del valor de mercado de la compañía descontando los flujos de caja esperados a la tasa de descuento esperada por los accionistas.
- Comparar y analizar brevemente el valor obtenido con valores estimados mediante otros métodos de valoración.

CAPÍTULO 1

DESCRIPCIÓN DE LA HISTORIA Y ENTORNO DEL NEGOCIO

1.1. RESEÑA HISTÓRICA DE SUPERMERCADOS LA FAVORITA C.A.

Históricamente lo que hoy conocemos como Supermercados La Favorita C.A. se inició en 1934 como una pequeña distribuidora de abarrotes en la Plaza de San Francisco en la ciudad de Quito. Esta empresa típicamente familiar fue fundada por Don Guillermo Wright Vallarino y su esposa Doña Carmen Durán Ballén con el nombre de Bodegas La Favorita.

El negocio empezó a crecer y en 1952, alquilaron un local en la calle Sucre entre García Moreno y Venezuela. El desarrollo de la ciudad y el éxito del estilo de servicio personalizado a los clientes, generó un fuerte crecimiento de Bodegas La Favorita, que obligó a la búsqueda de un nuevo local en el norte de la ciudad, al mismo tiempo de transformar la empresa familiar en una sociedad anónima. La exitosa iniciativa se consolidó como una empresa nacional el 20 de octubre de 1957, en un solar contiguo a la iglesia Santa Teresita, alquilado a los padres carmelitas. Así nace Supermercados La Favorita, el primer local de autoservicio en la ciudad de Quito, concebido por Tomás Wright Durán Ballén.

Más tarde, en 1971 mediante la construcción del Centro Comercial Iñaquito, primer centro comercial del Ecuador, se abrió lo que podría considerarse el primer espacio comercial especializado en la venta de juguetes, en el mezanine del supermercado, el cual albergó desde el principio un lugar para La Favorita.

Fue tal la aceptación del público, que a corto plazo, se establecieron locales exclusivamente destinados a la venta de juguetes, durante la temporada navideña; fue el inicio de los llamados Salón del Juguete, cuyo primer almacén se ubicó en la Av. 6 de Diciembre y la Niña.

A partir de 1975 los Supermercados La Favorita se convierten en compañía abierta, con nuevos accionistas, obteniéndose así el respaldo financiero que permitiría consolidar las bases del acelerado crecimiento de la empresa. En 1979 se inauguraba el Supermercado la Favorita en el nuevo Centro Comercial Policentro, primer supermercado de la empresa en la ciudad de Guayaquil; con el nacimiento del nuevo local, surge también un nuevo nombre para los supermercados: Supermaxi-La Favorita.

Supermaxi es para entonces sinónimo de calidad en el servicio, ambiente acogedor para la realización de compras, seriedad en la gestión empresarial, y alta calidad e higiene en los productos que expende. Estas cualidades le han permitido a la empresa atender los requerimientos comerciales de otras zonas del país, así por ejemplo en Ambato en el Centro Comercial Caracol,

y en Cuenca en el Centro Comercial El Vergel. Así, ya a mediados de los años noventa, la empresa alcanzó presencia nacional en las principales ciudades, a través de Supermaxi, Juguetón, TVentas, Sukasa y dependencias anexas a esta como: Salón de Navidad y Flores, y Radio Shack.

En 1997, nace el primer hipermercado del país conocido como Megamaxi, en el interior del Mall del Sol en Guayaquil, un complejo comercial reputado como el más imponente del Pacífico sur.

De manera, que en más de cincuenta años de existencia Supermaxi ha logrado consolidar 25 locales ubicados en cinco provincias del país, puesto que además de la comercialización de productos nacionales y extranjeros, Supermaxi se dedica a la producción de carnes, pescados, helados, productos de panadería y a la pasteurización de leche.

En la actualidad laboran en este complejo empresarial alrededor de 3.400 empleados y sus actividades generan trabajo para no menos de 20.000 familias ecuatorianas.

Las cifras de La Favorita, 58 años después de su fundación, impresionan: entre diciembre del año 2002 y noviembre del 2003 más de 23,5 millones de clientes pasaron frente a las registradoras de sus almacenes, en una nación de poco más de 12 millones de habitantes. Es como si el país entero hubiera entrado dos veces a comprar en la cadena.

1.2. DESCRIPCIÓN DE LAS OPERACIONES DE LAS COMPAÑÍAS Y FILIALES QUE CONFORMAN SUPERMERCADOS LA FAVORITA C.A

En el mercado ecuatoriano sin duda los dos supermercados más importantes son SUPERMAXI y MI COMISARIATO, entre las dos cadenas manejan líneas que comprenden el 50 % y 60 % del mercado lo que ha hecho que los fabricantes los consideren los principales canales para sus ventas y les ha dado mucho poder de negociación.

Grupo Supermercados La Favorita C.A.

Tal como lo hemos destacado, Supermercados La Favorita C.A. registra presencia nacional en las principales ciudades, a través de los supermercados Supermaxi, Megamaxi y Super Despensa Aquí, Juguetón, TVentas, Sukasa y dependencias anexas a esta como: Salón de Navidad y Flores, Radio Shack, entre otras.

Supermaxi.-

Supermaxi es la cadena de supermercados más grande del Ecuador que se dedica a la comercialización de una amplia gama de productos, entre bebidas y comidas, nacionales e importados.

Cuenta al momento con 26 locales situados en las principales ciudades del país. Posee la tecnología más avanzada en el tratamiento de los productos de consumo masivo. Su infraestructura brinda facilidades y confort a su clientela y la clara visión de servicio continuo ha permitido que "El placer de comprar" no sea un slogan, sino el fiel reflejo de una percepción en Supermaxi.

Megamaxi.-

Megamaxi es un hipermercado que se desarrolló dentro de un concepto de avanzada tecnología con precios competitivos y atención de primera que satisfecerá las más altas exigencias de sus clientes. Además de los tradicionales servicios de supermercado, cuenta con locales comerciales con servicios complementarios para satisfacer todas las necesidades de sus clientes.

En Quito, Megamaxi cuenta con 33 locales, entre los principales tenemos: Produbanco, Fybeca, Radio Shack, Ecuacolor, Bellsouth, Dry Cleanning, entre otros. Adicionalmente cuenta con un patio de comidas y toda la comodidad que un hipermercado de esta magnitud puede brindar a la ciudadanía.

Con presencia en Quito y Guayaquil, Megamaxi se convierte en el punto de venta más grande e importante del país.

Juguetón.-

Juguetón es la mayor cadena especializada en venta de juguetes del Ecuador.

Se cuenta con la más amplia variedad de juguetes para niños de todas las edades gracias al continuo contacto con los mayores fabricantes de juguetes en los cinco continentes, que presentan para cada temporada las propuestas más recientes en creaciones de última tecnología.

Mediante una alianza estratégica con empresarios de Centro y Sur América, se unifica el nombre comercial de JUGUETÓN en todos los almacenes, convirtiendo a esta juguetería en la más grande de Latino América.

Super Despensa Akí.-

Super Despensa Akí se dedica a la comercialización de un gran surtido de productos nacionales y extranjeros. Se basa en el concepto de llegar a todos los segmentos de la población, con servicios y productos de calidad al mejor precio.

Su acogida ha sido tal que se decidió para el 2003 instalar diez locales más en distintos puntos de la geografía nacional.

Filiales de Supermercados La Favorita C.A.

Sukasa.-

Surge en 1986 de la empresa Comhogar, la cual reúne almacenes especializados como SUKASA, que ofrece una gran variedad de los más finos artículos manufacturados para el hogar como: cristalería, porcelanas, lencería, artefactos de línea blanca, audio y video, jardinería, alfombras, instrumentos de cocina, etc.

Las ventas de temporada, las promociones por fechas especiales, el lanzamiento de líneas exclusivas, los nuevos planes de servicio, etc., han contribuido al excelente posicionamiento de Sukasa.

Salón de Navidad y Flores.-

Abre sus puertas al público en 1988 con el propósito de surtir en temporada navideña, de artículos y adornos provenientes de las mejores fábricas extranjeras y nacionales. Fuera de temporada estos establecimientos se dedican a la comercialización de un amplio surtido de flores artificiales y arreglos florales para toda ocasión.

Radio Shack.-

Esta marca, mundialmente reconocida, fue concesionada a favor de la empresa Cirkwitos, subsidiaria de Comhogar, en el año 1992. Estos almacenes, que suman 8 a la fecha, ofrecen al público, líneas de electrónica, telefonía comunicación, sonido, video e implementos especializados.

En el 2002, recibieron el "Pinnacle Award", un galardón que reconoce la consistencia de logros durante dos años consecutivos, tanto en ventas como manejo de marca y servicio al cliente.

Bohno.-

Bohno es otra de las marcas concesionadas a esta empresa, se dedica a la comercialización de ropa y accesorios de última moda para adolescentes y adultos. Las tiendas han tenido gran acogida gracias a la calidad del producto y al servicio personalizado que se brinda al cliente.

Bebelandia.-

Esta empresa, ya establecida tiempo atrás en el mercado ecuatoriano, pasa a formar parte de las filiales de Supermercados La Favorita a partir de 1996. Bebelandia procedió a crear una nueva imagen, estableciendo tres líneas de comercialización:

✓ Bebelandia:

Este almacén está provisto de líneas exclusivas de ropa para infantes de 1 a 6 años de edad.

✓ Yazzu

Es Una tienda en la cual se puede encontrar ropa para niños de 4 a 14 años.

✓ Bebemundo

Ofrece toda la línea de ropa y artículos para niños recién nacidos a dos años de edad.

TVentas.-

Una de las importantes acciones de Supermercados La Favorita, fue la iniciación del novedoso y primer sistema de ventas por televisión en América del sur, en octubre de 1988.

Los programas de TVentas han alcanzado importantes niveles de sintonía, y se difunden en importantes canales locales y varios de cable, que comercializan además Interwood Shopping Network.

Pollo Frito S.A. Pofasa.-

Esta línea fue establecida en 1976, constituida por una planta avícola que cría y faena pollos dentro de los más exigentes estándares de calidad, con el

fin de que los supermercados de la cadena dispongan permanentemente de un suministro adecuado del producto.

El área de operación tiene una capacidad de 675 mil aves que ingresan dos veces por semana. La planta de alimentos produce 300 toneladas semanales.

Agropesa.-

Esta empresa nace en 1982 en Lasso, provincia de Cotopaxi, y ha logrado certificar su imagen de ser el proveedor de las mejores carnes rojas del mercado ecuatoriano. En 1985 es trasladada a un lugar intermedio entre Sto. Domingo de los Colorados y Quevedo, zona de alta producción ganadera.

El procesamiento de las carnes se rige bajo estrictas normas internacionales de calidad e higiene mediante el uso de nuevas maquinarias de faenamiento de alta tecnología. Su producción se comercializa exclusivamente en Supermaxi y Megamaxi.

Panaderías Maxipan, Frescopan y La Canasta.-

Las panificadoras se encargan de la producción y reaprovisionamiento constante de pan para las Bakery de los Supermaxi, mediante sistemas de producción en línea y de sistemas de ultracongelado de productos listos para hornear más tarde.

Lechera Andina S.A. leansa – induhelados.-

Produce leche de alta calidad para los clientes de Supermaxi, Megamaxi y Super Despensas Akí. La fusión con Induhelados le ha permitido a esta empresa ampliar sustancialmente su oferta, diversificando la producción de helados y tortas.

1.3. EL ENTORNO MACROECONÓMICO DEL PAÍS EN LOS ÚLTIMOS AÑOS

Año 1999.-

El Ecuador se debate en una crisis económica, bancaria y moral muy grave, que ocasiona graves problemas a todos los sectores del país. La crisis fue motivada por factores exógenos y principalmente por problemas acumulados dejados sin resolver en los gobiernos anteriores. A todo esto se suman las políticas económicas asumidas que resultaron contraproducentes.

En tales condiciones, uno de los sistemas mayormente afectados fue el financiero, y tras el derrumbe del sector bancario se agravó la situación de otros sectores de la economía. Algunos bancos tuvieron que cerrar o acogerse a la Agencia de Garantías de Depósitos (AGD).

Los desequilibrios en el ámbito cambiario y monetario fueron graves obstáculos que el gobierno no pudo superar; para este año la cotización del dólar y los agregados monetarios crecieron en un nivel tan desmesurado que incluso, a diferencia de años anteriores, superaron en sumo grado a la por sí elevada inflación.

En cuanto a las variaciones del tipo de cambio, no se lo pudo mantener en los niveles deseados durante el resto del año. Sin embargo podemos afirmar que los principales causantes de este hecho fueron la especulación y la incertidumbre, originados, en parte, por la excesiva emisión de sucres para financiar los pagos a la AGD y para cumplir el vencimiento de bonos de deuda, además de la inestabilidad política.

Una referencia del alto crecimiento de la cotización del dólar correspondió al tipo de cambio de paridad, el cual al cierre de 1999 se ubicó en 10.505 sucres.¹

Otras variables económicas que afectaron la producción fueron las tasas de interés, las cuáles fueron usadas infructuosamente para controlar el tipo de cambio, constantemente fueron elevadas por el Banco Central en numerosas ocasiones a lo largo del año, especialmente a finales del mismo. Cabe señalar también que además del alto nivel en que se mantuvieron las tasas, la volatilidad de las mismas fue otro factor perjudicial.

Así, las tasas activas y pasivas terminaron el año en 65% y 45.6% respectivamente, subiendo la primera 2.3 puntos con respecto a comienzos del año, y reduciéndose la segunda 3.9 puntos. De esta manera el spread entre ambas, aumentó de 13 a 19,4 puntos.

¹ Tomando como base octubre de 1993

Año 2000.-

El año 2000 fue un periodo de específicos acontecimientos y de grandes cambios a todo nivel. La salida del Presidente Jamil Mahuad a inicios del año, el país adopta como unidad monetaria el dólar estadounidense y nuevas leyes que implicaron cambios radicales para el país.

En el orden monetario-financiero, además del cambio de moneda, dos hechos sumamente importantes se suscitaron en el segundo semestre del año: la firma de una carta de intención con el FMI y la reestructuración de la deuda Brady.

En el orden del crecimiento económico, la economía creció en un 1.9% anual llegando el PIB a 13.921 millones de dólares, lo cual mostró una leve recuperación en el aparato productivo.

Este eludido crecimiento fue impulsado en gran medida por un incremento del 5.4% en la inversión pública y un 3% en la privada ², sin embargo el consumo del gobierno disminuyó en un 7%, mientras que el consumo privado simplemente no creció.

² Estos rubros representan la adquisición de bienes de capital, inversión en construcción, sembríos, etc, diciembre /01

En cuanto al nivel general de precios destacamos que la inflación, se tornó difícilmente controlable debido a un ajuste desordenado de los precios relativos en nuestra economía tras el cambio de moneda, puesto que progresivamente los precios subieron constantemente alcanzando una inflación anual de 91 %³.

En el orden de las finanzas públicas, el cierre fiscal se mostró equilibrado para este año, fue así que por primera vez en mucho tiempo no hubo déficit en el presupuesto. Esto obedeció a los extra-ordinarios ingresos petroleros percibidos por el país.

Año 2001.-

La dolarización comienza a afianzarse, y en el entorno macroeconómico el país inicia un lento proceso de recuperación económica pero que en todo caso no fue suficiente para eliminar las debilidades del sistema financiero, "la quiebra de Filanbanco mostró una vez más la fragilidad del sistema financiero y la pésima e inmoral administración desde las instancias privadas y estatales.

Para este año, las metas de crecimiento del PIB se basaron en el precio del petróleo y en la construcción del nuevo oleoducto de crudos pesados (OCP),

³ Boletín del Banco Central, diciembre /01

después de un tortuoso proceso y la aplicación de procedimientos que fueron cuestionados, previo a la firma del contrato de concesión con el consorcio OCP Ltda.

“Además, persistió el multimillonario “salvataje” a la banca a costa de los dineros del estado con créditos externos como en el caso del financiamiento del Fondo de Liquidez de la banca privada, asumido por el gobierno.”⁴

Año 2002.-

Transcurridos 10 meses del año las tendencias macroeconómicas apuntan al deterioro y desestabilización, creciente descontento de la población por la falta de empleo, desatención en los servicios de salud y educación, entre otros.

Las expectativas gubernamentales de crecimiento estaban basadas en el desempeño de la actividad petrolera, básicamente debido a la construcción del OCP. Pero la sobreestimación del OCP en el crecimiento del PIB mas la carencia de políticas de producción y la relativa inexistencia del crédito bancario afectan las actividades productivas del país.

⁴ Instituto de Investigación Económicas y Políticas, _ La Coyuntura Económica del Ecuador: 2000-2001: Página № 8. Guayaquil-Ecuador. U de G

El comercio exterior se deterioró sensiblemente. En él gravitaron la reducción de la producción y exportaciones de crudo, así como el deterioro de las exportaciones privadas. Las importaciones en correspondencia con la reducción del poder de compra de las exportaciones registraron una desaceleración en el crecimiento expansivo que venían registrando, con efecto contractivo en la producción.

Se prevé la vulnerabilidad externa de la economía, esta se ve agudizada luego del 11 de septiembre y las consecuencias que este hecho conllevará. "Se vislumbra una severa contracción monetaria con efectos nocivos en la producción y deterioro de la calidad de vida de los ecuatorianos." ⁵

Año 2003.-

La dolarización eliminó la incertidumbre cambiaria, pero su proceso económico conserva los problemas estructurales de siempre. El país sigue manteniendo su estructura de producción desequilibrada y de baja productividad.

⁵ Instituto de Investigación Económicas y Políticas. _ La Coyuntura Económica del Ecuador: 2002
Página Nº 11. Guayaquil-Ecuador. U de G

La situación del sector productivo al finalizar el 2003 se sintetiza en el comportamiento inercial de la producción, se registra un crecimiento del 2.7%.⁶

Para marzo el FMI aprobó un crédito por US\$ 205 millones, a desembolsarse en 13 meses. En medio de acuerdos sobre postergación de metas, la elevación del combustible hace posible un segundo desembolso del crédito. Estos aplazamientos hacen difícil viabilizar una mejora del proceso económico.

Por otro lado, en cita cumbre del Área de Libre Comercio de las Américas (ALCA), los Estados Unidos deciden iniciar conversaciones para acuerdos bilaterales directos con Ecuador, Colombia, Perú y Bolivia. A éstos países se les brindan plazos hasta enero del 2006 para acuerdos comerciales.

La dolarización se mantiene frente a una política económica que sólo financia urgencias mientras pone al desarrollo del país en el olvido, se sigue dejando a un lado al recurso humano sin priorizar su educación y salud y por ende dejando a un lado las posibilidades de lograr mayores niveles de productividad.

⁶ Instituto de Investigación Económicas y Políticas._ La Coyuntura Económica del Ecuador: 2003
Página Nº 3. Guayaquil-Ecuador. U de G

1.4. EL TRATADO DE LIBRE COMERCIO (TLC) Y EL ECUADOR

Un Tratado de Libre Comercio (TLC), es un acuerdo mediante el cual dos o más países establecen reglas y normas para el libre intercambio de productos, servicios, inversiones, etc.

El TLC entre Ecuador y Estados Unidos establecerá reglas y normas con el fin de eliminar obstáculos al intercambio comercial. Así pues, con este tratado se pretende básicamente crear plazas de trabajo; combatir la pobreza y evitar la migración; garantizar el acceso de productos ecuatorianos al mercado de los Estados Unidos, eliminando barreras arancelarias; incrementar la producción de bienes exportables; promover la transferencia de tecnología; y, mejorar la calidad de los productos de exportación.

Usualmente dentro de un Tratado de Libre Comercio el mayor beneficiado de todos, entre productores, exportadores y consumidores, suelen ser estos últimos, debido a que son quienes reciben una gran variedad de bienes y servicios, con mayor calidad y a menor precio. El consumidor se beneficiará directamente con la reducción de precios en productos importados y nacionales. Además, el Ecuador desarrolla más del 40% de su comercio con los Estados Unidos, lo cual lo convierte en su principal socio comercial, haciendo necesaria que la negociación comercial entre ambos países se vea fortalecida bajo un esquema de libre comercio.

CAPÍTULO 2

ASPECTOS GENERALES Y MARCO TEÓRICO

2.1. LINEAMIENTOS GENERALES PARA LA VALORACIÓN DE EMPRESAS

Objetivamente, Supermercados La Favorita C.A. es una empresa líder en el mercado ecuatoriano, que ejerce sus actividades dentro del sector comercial.

Su diversidad de negocios como supermercados, tiendas especializadas en la comercialización de productos para el hogar, juguetes, ropa, inmobiliaria entre otras, han logrado satisfacer las expectativas de todos nuestros clientes y, por supuesto colaborar con el desarrollo social y económico del país.

Los principales lineamientos que se deben tomar en consideración antes de valorar una empresa son los siguientes:

- El campo de actividad de la empresa

Es un punto importante en la selección del método de valoración a utilizar.

Las distintas actividades de las empresas facilitan el uso de ciertos métodos de valoración antes que otros.

Los bancos pueden utilizar valoraciones como el PER (Razón precio-utilidad) o el método de valor neto patrimonial.

Las empresas comerciales o industriales se valoran con métodos basados en los flujos de caja descontados y de los ratios financieros, mientras que las compañías de la nueva economía o compañías de internet pueden valorarse por medio del descuento de los flujos de caja futuros, utilización de compañías comparables y metodología de las opciones reales.

- La forma de crecimiento de la empresa

Si una compañía es capaz de incrementar sus ventas con mayor rapidez, o si el mercado bursátil percibe que el subsector en el que se encuentra la compañía tendrá un fuerte crecimiento en el futuro, entonces el precio que se pagará por esas acciones será más alto. De tal manera que la forma de crecimiento nos permite proyectar el valor de la misma de una forma real, ya que considera los crecimientos finitos, constantes e infinitos.

- Entorno en el que se desenvuelve la empresa

En realidad, las externalidades del mercado van a influir con gran importancia en la valoración de la empresa, ya que se tomarán medidas en cuanto al crecimiento, comportamiento futuro, participación del mercado y mercado objetivo final de la empresa.

- Análisis cualitativos como métodos de valoración

Los métodos cuantitativos siendo importantes deben poder llevar a cabo un análisis más profundo en la valoración de empresas, por tanto es necesario completar el análisis cuantitativo con la realización de un análisis cualitativo donde se tengan en cuenta aspectos tales como: la importancia de ser el primero en entrar, el valor de la marca, la fortaleza del modelo de negocio, el valor del equipo gestor, entre otros.

- Objetivos a mediano y largo plazo

Este es otro factor importante al valorar una empresa ya que estos objetivos y metas son medibles y cuantificables, por lo tanto deben ser cumplidos en los plazos propuestos para la obtención de resultados a mediano y largo plazo.

2.2. MÉTODOS DE VALORACIÓN DE EMPRESAS

La valoración de empresas y de sus acciones es un proceso fundamental en todas las operaciones de adquisición o fusión, en planificación estratégica, en análisis de inversiones, salidas a la bolsa y, en muchos casos se utiliza como referencia para evaluar y remunerar a los directivos. Dentro de una empresa la valoración también ayuda a identificar las fuentes de creación y de destrucción de valor económico en la empresa.

Entre los métodos de valoración más utilizados tenemos:

- Métodos basados en el Balance de la empresa
- Métodos basados en la Cuenta de resultados
- Métodos Mixtos (Goodwill)
- Métodos basados en el Descuento de flujos de fondos

2.2.1. Métodos basados en el Balance (Valor Patrimonial)

Estos métodos determinan el valor de la empresa por medio de la estimación del valor de su patrimonio. Entre estos métodos podemos mencionar los siguientes: valor contable, valor contable ajustado, valor de liquidación y valor substancial.

2.2.1.1. Valor Contable

El valor contable o valor en libros de una empresa es el total de los recursos propios que aparecen en el balance (capital y reservas). Debido a la subjetividad de los criterios contables, el valor contable prácticamente nunca coincide con el valor de mercado.

2.2.1.2. Valor Contable Ajustado

Este método ayuda a evitar el inconveniente que presenta la subjetividad de criterios contables en la valoración. Los valores de activos y pasivos se ajustan a su valor de mercado y de esta manera se obtiene el patrimonio neto ajustado.

2.2.1.3. Valor de Liquidación

Es el valor de una empresa en el caso de que se proceda a su liquidación, es decir, que se vendan sus activos y se cancelen sus deudas. Este valor se calcula deduciendo del patrimonio neto ajustado los gastos de liquidación del negocio (indemnizaciones a empleados, gastos fiscales y otros gastos propios de la liquidación).

Sin dejar de reconocer que los métodos basados en el balance proporcionan el valor financiero desde una perspectiva estática que no toma en cuenta la posible evolución futura de la empresa, la situación del sector, problemas de recursos humanos, entre otros factores. Así, al no considerar la evolución de la empresa, el valor obtenido es una simple aproximación y no un valor que se ajuste a la realidad de la misma, de manera que este método resulta inapropiado para la valoración que realizaremos.

2.2.2. Métodos basados en la Cuenta de Resultados

Por lo regular, éstos métodos se basan en la cuenta de resultados de la empresa. Tratan de determinar el valor de la empresa a través de la magnitud de los beneficios, de los dividendos, de las ventas o de otro indicador.

En esta categoría se incluyen los métodos basados en el PER: según este método el precio de la acción es un múltiplo del beneficio.

2.2.2.1. Valor de los Beneficios. PER

El valor de las acciones se obtiene multiplicando el beneficio neto anual por un coeficiente denominado PER (iniciales de price earning ratio), de la siguiente manera:

$$\textit{Valor de las acciones} = \textit{PER} \times \textit{beneficio neto anual}$$

2.2.2.2. Valor de los Dividendos

Los dividendos son la porción de los beneficios que se entregan efectivamente a accionistas y constituyen, en la mayoría de los casos, el único flujo periódico que reciben las acciones.

Según este método, el valor de una acción es el valor actual neto de los dividendos que esperamos obtener de ella.

Así como los métodos basados en el balance, los métodos basados en la cuenta de resultados toman en consideración el valor de la empresa desde una perspectiva estática, no alcanzan a considerar nada más que los datos históricos. Estos métodos son más utilizados para aquellas valoraciones que deben realizarse de forma más rápida y aproximada.

Bajo lo expuesto anteriormente, se determinó que no sería lo más apropiado utilizar alguno de estos métodos para nuestra valoración.

2.2.3. Método basado en el Fondo de Comercio o Goodwill

El fondo de comercio es el valor que tiene la empresa por encima de su valor contable o por encima del valor contable ajustado. Este pretende representar el valor de los elementos inmateriales de la empresa, que muchas veces no aparece reflejado en el balance pero en cambio aporta una ventaja respecto a otras empresas del sector y es por tanto un valor a añadir al activo neto si se quiere efectuar una valoración correcta.

2.2.3.1. Método de Valoración “Clásico”

Se parte de la base de que el valor de una empresa es igual al valor de su activo neto (valor substancial neto) más el valor del fondo de comercio. A su vez, el fondo de comercio se valora como el beneficio neto de la empresa, o como un determinado porcentaje de la facturación. Según este método, la fórmula que expresa el valor de una empresa es:

$$V = A + (nxB), \text{ o bien } V = A + (zxF)$$

siendo: A = valor del activo neto n = coeficiente comprendido entre 1.5 y 3

B = beneficio neto z = porcentaje de la cifra de ventas

F = facturación

Esta fórmula se utiliza principalmente para empresas industriales, mientras que la segunda para el comercio minorista. Al ser Supermercados La Favorita C.A. una empresa mayorista y comercializadora de bienes, no resulta muy factible utilizar el Goodwill para la valoración, además solo se opta por utilizar datos históricos sin tomar en cuenta perspectivas futuras de crecimiento.

2.2.4. Métodos basados en el Descuento de Flujos de Fondos

Por lo regular estos métodos tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero -cash flows- que generará en el futuro, para eventualmente descontarlos a una tasa de descuento apropiada según el riesgo de dichos flujos.

Método general para el descuento de flujos.-

Los distintos métodos basados en el descuento de flujos de fondos parten de la expresión:

$$V = \frac{CF_1}{1+k} + \frac{CF_2}{(1+k)^2} + \frac{CF_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{CF_n + V_n}{(1+k)^n}$$

Siendo:

CF_1 = flujo de fondos generado por la empresa en el periodo i

V_n = valor residual de la empresa en el año n

K = tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos

El valor residual de la empresa (V_n) se puede calcular descontando los flujos futuros a partir de ese periodo. Una forma simplificada para considerar los flujos futuros con duración indefinida es suponer una tasa de crecimiento constante (g) de los flujos a partir del periodo n , y obtener el valor residual por medio de la fórmula descrita a continuación.

$$V_n = \frac{CF_{n+1}}{k - g} = \frac{CF_n}{k - g} (1 + g)$$

Existen diferentes tipos de flujos de fondos que se pueden considerar en una valoración. Entre ellos tenemos: El flujo de fondos libre, flujo de fondos disponible para los accionistas y el flujo de fondos para los proveedores de deuda.

FLUJO DE FONDOS	TASA DE DESCUENTO APROPIADA
FCF. Flujo de fondos libre (free cash flow)	WACC. Coste ponderado de los recursos (Deuda y acciones)
CF_{ac}. Flujo de Fondos disponibles para accionistas	r_e. Rentabilidad exigida a las acciones
CF_d. Flujo de fondos disponibles para la deuda	r_d. Rentabilidad exigida a la deuda

FUENTE: VALORACIÓN DE EMPRESAS DE

ELABORACIÓN: AUTORES

2.2.4.1. El Free Cash Flow (FCF) o Flujo de Fondos Libre

El Free Cash Flow (FCF), también llamado flujo de fondos libre, corresponde al flujo de fondos operativo, esto es el flujo de fondos generado por las operaciones, sin tener en cuenta el endeudamiento (deuda financiera), después de impuestos. Es el dinero que quedaría disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de reinversión en activos fijos y en necesidades operativas de fondos, suponiendo que no existe deuda, y por ende, no hay carga financiera.

Para calcular el valor de la empresa⁷ se realiza el descuento del free cash flow utilizando el coste promedio ponderado de la deuda y acciones o coste promedio ponderado de los recursos (WACC).

2.2.4.2. El Cash Flow Disponible para los Accionistas

El flujo de fondos disponible para los accionistas (CF_{ac}) se calcula restando al flujo de fondos libres, los pagos de principal e intereses (después de impuestos) que se realizan en cada periodo a los poseedores de la deuda, y sumando las aportaciones de nueva deuda.

⁷ Se denomina “valor de la empresa” a la suma del valor de las acciones más el valor de la deuda financiera.

Al actualizar el flujo de fondos disponible para los accionistas estamos valorando las acciones de la empresa, por lo cual la tasa de descuento apropiada será la rentabilidad exigida por los accionistas (r_e). Para hallar el valor total de la empresa en conjunto, se debe sumar al valor de las acciones, el valor de la deuda.

2.2.4.3. Capital Cash Flow

Se conoce al Capital Cash Flow con las siglas CCF. Este es el cash flow disponible para los poseedores de deuda más el cash flow para las acciones. Esta constituido por la suma de los intereses que corresponde pagar por la deuda más las devoluciones del principal. Con el objetivo de determinar el valor de mercado actual de la deuda existente, este flujo debe descontarse a la tasa de rentabilidad exigida a la deuda (coste de la deuda), representada por las siglas r_d .

Al actualizar el CCF estamos valorando la empresa en su totalidad, esto es la deuda más las acciones de la empresa, por lo que la tasa de descuento apropiada es el coste ponderado de los recursos antes de impuestos.

Destacamos que, dentro de los Métodos basados en el Descuento de Flujo de Fondos, el Método de Descuento de los Flujos de Caja o Free Cash Flow refleja en forma más realista la situación futura de cualquier negocio,

ya que permite considerar factores que afectan las perspectivas futuras de crecimiento del negocio.

Los métodos de valoración financiera anteriormente descritos han sido muy utilizados en el pasado. Sin embargo, cada vez se emplean menos y se puede decir que en la actualidad se recurre a la utilización de los métodos de descuento de flujos de fondos. El Método de Descuento de los Cash Flows constituye el único método de valoración conceptualmente correcto, ya que considera a la empresa como un ente generador de flujos de efectivo y por lo tanto valorable como un activo financiero.

Por esta razón y las expuestas anteriormente, se ha decidido utilizar el Método del Free Cash Flow para la valoración financiera de Supermercados La Favorita C.A. La utilización de éste método de valoración implica el uso del coste promedio ponderado después de impuestos (WACC) como la tasa de descuento mas apropiada, pero debemos destacar que la empresa no posee deuda en su estructura de capital y por ende, el FCF será entonces idéntico al Flujo de Fondos disponibles para accionistas. La tasa de descuento a utilizar será la tasa de descuento esperada por el accionista, la cual obtendremos por medio del Modelo de Valoración de Activos de Capital (CAPM).

2.3. Obtención del Flujo de Fondos Libre (Free Cash Flow)

El FCF es un flujo de fondos operativos generados por las operaciones propias de la empresa, sin llegar a considerar el endeudamiento después de impuestos. Es el dinero que quedaría disponible después de cubrir necesidades de reinversión en activos fijos y necesidades operativas de fondos, suponiendo que no exista deuda o cargas financieras. Para calcular los flujos de fondos futuros se debe hacer una previsión del dinero que recibiremos y que deberemos pagar en cada uno de los períodos, los cuáles deben ser proyectados a mayor distancia en el tiempo. A partir de los estados contables ajustados se puede determinar el flujo de fondos libre de cada período.

El estado de resultados de una empresa se muestra a continuación:

Ventas

- Costo de las mercancías vendidas
- Gastos generales
- Amortización
- = Beneficios antes de intereses e impuestos
- Pago de intereses
- = Beneficios antes de impuestos
- Impuestos

= Beneficio neto

- Dividendos

= Beneficios retenidos

El flujo de fondos operativos (ingresos netos más amortización y depreciación) menos desembolsos de capital y dividendos. El flujo de fondos libre es el monto de dinero que una compañía tiene de sobrante una vez que ha pagado todos sus gastos, incluyendo inversiones.

Cuando el flujo de fondos libre es negativo, no necesariamente es un indicativo de que la compañía se encuentra mal administrada o en problemas. Muchas compañías jóvenes ponen una gran parte de sus recursos en inversiones, lo cual disminuye el flujo de fondos libre. Algunos expertos lo han considerado el mejor indicador para la salud financiera de una compañía.

Por medio del estado anterior podemos obtener el flujo de fondos libre, el que se calcula a partir del beneficio antes de intereses e impuestos, no incluye los gastos por intereses de deuda, los impuestos se calculan sobre el beneficio antes de intereses e impuestos, se deben añadir las amortizaciones del período ya que no representan un desembolso de efectivo sino simplemente un apunte contable. Además se deben considerar los importes de dinero para nuevas inversiones en activos fijos reflejados en los desembolsos de capital y

$$E + D = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1 + r_e)^i}$$

Siendo:

D = Valor de mercado de la deuda

E = Valor de mercado de las acciones

r_e = Rentabilidad exigida a los accionistas

2.5. Descripción del Modelo de Valoración de Activos de Capital (CAPM)

En realidad, el modelo de valuación de activos de capital (CAPM = Capital Asset Pricing Model) es una teoría sobre los precios de equilibrio de los mercados para activos riesgosos.

Este modelo es importante para diversas aplicaciones financieras ya que ofrece un método para estimar las tasas esperadas de rendimiento, toda vez que las tasas esperadas de rendimiento, ajustadas por el riesgo, se necesitan como parte de los modelos de flujos de efectivos descontados para calcular el valor presente neto. Dicho modelo permite hallar la Tasa de Rendimiento Esperada por el accionista (r_e) sobre un activo, la cual será usada para descontar los flujos de efectivo.

Efectivamente, el modelo de valuación de activos de capital es una teoría de equilibrio que se consolida en la teoría de selección de cartera⁸ y en el razonamiento de que, en una situación de equilibrio, el mercado premia a los que corren riesgos. Generalmente, su importancia radica en que utiliza una cartera de mercado para simular el comportamiento de toda la economía.

De acuerdo al Modelo de Valoración de Activos de Capital (C.A.P.M.), la rentabilidad exigida a un activo será igual a la rentabilidad esperada del mismo y será igual a la tasa sin riesgo más la beta del activo multiplicada por la rentabilidad exigida al mercado por encima de la rentabilidad de la renta fija sin riesgo, la misma que en términos de fórmula se expresa de la siguiente forma:

$$R_{ei} = E(R_i) = R_f + \beta (E(R_m) - R_f)$$

Siendo:

$E(R_m)$ = rentabilidad media de la cartera de mercado

R_f = rentabilidad libre de riesgo o tasa sin riesgo

$E(R_i)$ = rentabilidad esperada de activo i

⁸ La Teoría de Selección de Cartera es el estudio de cómo la gente debería invertir su patrimonio. Es un proceso donde se establece el riesgo y el rendimiento esperado para encontrar la cartera óptima de activos y pasivos.

β = beta de la cartera (medida de riesgo no diversificable)

La expresión $(E(R_m) - R_f)$ se la conoce como prima por riesgo promedio.

Esto es lo que gana el inversionista al participar en una inversión riesgosa.

El beta de la cartera mide el riesgo sistemático o riesgo de mercado, además nos indica la sensibilidad de la rentabilidad del activo financiero a los movimientos del mercado.

Un beta mayor a uno ($\beta > 1$), significa estar asociado con una prima por riesgo más alta que el promedio de mercado. Empresas o proyectos con $\beta > 1$ generalmente están relacionadas con menor tamaño y menor información transmitida al mercado.

Un beta igual a uno ($\beta = 1$), nos indica que las empresas tienen un comportamiento similar a las empresas promedio de mercado.

El beta menor a uno ($\beta < 1$), está asociado con empresas de mayor tamaño y con la capacidad de transmitir mayor información al mercado, tienen más activos físicos y un mayor financiamiento.

CAPÍTULO 3

ANÁLISIS FINANCIERO Y PROYECCIÓN DEL FLUJO DE CAJA

El establecimiento del comportamiento histórico de las principales cuentas de los estados financieros junto con las tendencias de crecimiento y evolución de dichas cuentas se lo realizará a través del periodo histórico especificado entre los años 2000 y 2003, debido a la relativa estabilidad que hubo en el país después de la crisis económica y del cambio de esquema monetario.

Para ello se tomarán las principales cuentas del Balance General y del Estado de Resultados para efectuar dicho análisis. Por otro lado, el periodo comprendido entre 1997-1999 no será tomado en cuenta debido a la distorsión existente entre la información financiera de dicho periodo con respecto a la información financiera del periodo 2000 - 2003, lo cual no permitiría el adecuado análisis de la misma.

3.1. ANÁLISIS FINANCIERO DEL ESTADO DE RESULTADOS Y DEL BALANCE GENERAL

3.1.1. ESTADOS DE RESULTADOS

Ventas Netas.-

Las ventas del conjunto de empresas y filiales que forman parte de Supermercados La Favorita C.A. han ido incrementándose en el transcurso del periodo establecido para el análisis. Las ventas netas en el año 2000 fueron de US\$ 245,788.00 (miles de dólares), y para el año 2001 fueron de US\$ 385,952.00 (miles de dólares). El incremento de las ventas entre éstos dos años fue de 57.03%. La explicación de este incremento sustancial se debe, en gran parte, a la situación de inestabilidad económica por la que atravesó el país y al cambio de moneda. Esta situación trajo consigo un progresivo incremento de los precios, lo cual desencadenó en una inflación del 90% anual. Para el año 2002, la compañía registró ventas por la cantidad de US\$ 461,255.00 (miles de dólares), representando así un incremento del 19.51% con respecto al año 2001. Y para el año 2003, las ventas ascendieron a la cantidad de US\$ 505,706.00 (miles de dólares), con un incremento de 9.64 %. Es así que en el transcurso de los años, se ha podido observar que los porcentajes de crecimiento de las ventas han ido disminuyendo, demostrando cierta estabilidad de la economía enmarcada en un sistema de dolarización, con menores tasas de inflación y menores tasas

de interés. Es por esto y en base a las expectativas de crecimiento del mercado y de la compañía, que la tasa de crecimiento de las ventas para el periodo de proyección se mantendrá aproximadamente entre un 9% y 11%, reflejando un leve y estable incremento de las mismas. (Ver Anexo 3.1)

Costos de Ventas.-

Los costos de ventas, similar a las ventas netas, se vieron incrementados en un 54.99 % entre los años 2000 y 2001, debido a la situación económica por la que atravesó el país. Así mismo, las tasas de crecimiento que se pudieron observar del año 2001 al 2002 y del año 2002 al 2003, fueron de 19.39% y 7.64%, respectivamente, demostrando que tienen un comportamiento muy similar y que crecen casi proporcionalmente a la ventas netas. En promedio el costo de ventas representó un 83.81% de las ventas netas, porcentaje que ha sido casi constante a lo largo del periodo comprendido del 2000 al 2003. (Ver Anexo 3.1)

Otros Ingresos Operacionales.-

Para el periodo de análisis se pudo observar que los otros ingresos operacionales, entre los cuales figuran arriendos, transporte, descuentos en compras, etc, y que no forman parte de la principal fuente de ingresos de la compañía, también fueron incrementándose a una tasa decreciente durante el periodo 2000-2003, sin embargo, dichas tasas de crecimiento fueron superiores a las que se obtuvieron para las ventas netas, las cuales fueron

de 74.61%, 46.47% y 17.43%, para los periodos económicos 2000-2001, 2001-2002 y 2002-2003, respectivamente. Así mismo, se pudo observar un comportamiento muy estable de esta cuenta con respecto a las ventas netas, representando en promedio un 3.47% de las mismas, durante el periodo comprendido del 2000 al 2003. (Ver Anexo 3.1)

Gastos de Administración y Ventas.-

En cuanto a los gastos administrativos y de ventas, también se pudo observar que fueron incrementándose a una tasa decreciente a lo largo del periodo establecido, manteniendo un comportamiento similar al de las cuentas analizadas anteriormente, principalmente al de las ventas netas. Así pues, los gastos de administración y ventas en los cuales Supermercados La Favorita C.A. incurrió en dicho periodo, se incrementaron en un 63.98% del 2000 al 2001, en un 28.32% del 2001 al 2002, y en un 18.77 % del 2002 al 2003. Así mismo, para el periodo comprendido del 2000 al 2003, se pudo establecer una tasa de participación promedio de ésta cuenta con respecto a las ventas netas de 11.75%. (Ver Anexo 3.1)

Ingresos Financieros y Gastos Financieros.-

Para los años 2000 y 2001, la compañía obtuvo ingresos financieros, por las cantidades de US\$ 1,168.00 y US\$ 1,674.00 (miles de dólares), respectivamente, de las cuales se desprende que dichos ingresos se incrementaron en un 43.32% del 2000 al 2001; sin embargo, para los años

2002 y 2003 se pudo observar dichos ingresos alcanzaron los niveles de US\$ 1,601.00 y US\$ 835.00, respectivamente,, implicando así una significativa disminución de los mismos en un 4.36% del 2001 al 2002 y un 47.85% del 2002 al 2003, debido principalmente a la disminución de las inversiones temporales e inversiones permanentes de la compañía, que son la principal fuente que genera este tipo de ingresos.

Por otro lado, se pudo observar que los gastos financieros incurridos por la compañía durante los periodos 2000-2001 y 2001-2002, se incrementaron considerablemente en un 129.55% y 529.70%, respectivamente. Sin embargo, para el periodo 2002-2003, dichos gastos se redujeron en un 9.28%.

Adicionalmente, estos ingresos y gastos financieros, demuestran que tienen una pequeña participación de las ventas netas durante el periodo 2000-2003, y por lo tanto, poca representatividad en sus actividades operacionales, conformando aproximadamente en promedio un 0.36% y 0.15% de las mismas, respectivamente. (Ver Anexo 3.1)

Otros ingresos (Neto).-

En esta cuenta se encuentran otros ingresos no operacionales que no corresponden a ingresos financieros. Estos ingresos a pesar de haber demostrado altas tasas de crecimiento durante los años 2001, 2002 y 2003,

las cuales fueron del 75.56%, 678.48% y 222.44%, respectivamente, conformaron en promedio únicamente el 0.14% del total de ventas netas, demostrando así que a lo largo del periodo de estudio su participación ha sido poco significativa. (Ver Anexo 3.1)

Participación A Trabajadores.-

De acuerdo con las disposiciones legales, los trabajadores tienen derecho a participar en las utilidades anuales de la compañía en un 15% de la utilidad neta considerada para efectos del cálculo del impuesto a la renta, la cual para el caso de la compañía corresponde a la utilidad antes de participación a trabajadores, bonificaciones a funcionarios e impuesto a la renta.. Así pues, se pudo observar que dicho rubro se ha incrementado en un 66.51% entre los años 2000 y 2001, en un 16.22% entre los años 2001 y 2002 y en un 22.01% entre los años 2002 y 2003, manteniendo así un comportamiento completamente proporcional al de la utilidad sobre la cual se genera.

Por otro lado, también se puede destacar que ésta cuenta ha tenido un comportamiento muy estable, representando en promedio un 1.26% de las ventas netas durante los años 2000 y 2003. (Ver Anexo 3.1)

Bonificaciones A Funcionarios.-

A diferencia de la participación a trabajadores, los funcionarios y ejecutivos de la compañía reciben anualmente una bonificación del 5.00% sobre la utilidad antes de participación a trabajadores, bonificaciones a funcionarios e impuesto a la renta, porcentaje que es establecido por la misma compañía como política interna. Sin embargo, al ser calculado sobre la misma utilidad que genera la participación a trabajadores, evoluciona casi proporcionalmente a dicha participación, incrementándose a tasas del 66.60%, 16.15% y 22.06%, durante los periodos 2000-2001, 2001-2002 y 2002-2003, respectivamente. Así mismo su porcentaje promedio de participación sobre las ventas netas durante todo el periodo de estudio fue del 0.42%. (Ver Anexo 3.1)

Impuesto A La Renta.-

De conformidad con las disposiciones legales, la tarifa para el impuesto a la renta establecida para compañías durante los años 2000, 2001, 2002 y 2003, fue del 25.00% sobre las utilidades sujetas a distribución, y del 15.00% sobre las utilidades sujetas a capitalización (reversión). Ambas utilidades, tanto la sujeta a distribución como la sujeta a capitalización, son tomadas en cuenta después de haber deducido los pagos por concepto de participación a trabajadores y bonificaciones a funcionarios. Así pues, y tomando en consideración que la compañía, en promedio, ha capitalizado

aproximadamente durante los mencionados años un 80.00% de sus utilidades, el impuesto a la renta causado por Supermercados La Favorita C.A. en los referidos años, ha sido de US\$ 3,830.00, US\$ 3,844.00, US\$ 4,976.00 y US\$ 5,982.00, respectivamente, incrementándose en un 0.37% entre el 2000 y 2001, un 29.45% entre el 2001 y 2002 y un 20.22% entre el 2002 y 2003, reflejando particularmente un fuerte incremento de dicho rubro durante los dos últimos periodos fiscales. Sin embargo, únicamente representó en promedio a penas un 1.20% de las ventas netas durante el mismo periodo. (Ver Anexo 3.1)

Utilidad Neta.-

Esta utilidad es la que queda disponible para accionistas después del pago del 15.00% de participación a trabajadores, del 5.00% de bonificaciones a funcionarios y del impuesto a la renta. Así pues, su comportamiento a través del periodo de estudio ha sido de crecimiento, por cuanto su monto se incrementó un 88.17% del 2000 al 2001, un 13.91% del 2001 al 2002 y un 22.38% del 2002 al 2003. Adicionalmente, se puede establecer que durante el referido periodo, la utilidad neta ha representado en promedio un 5.49% de las ventas netas. (Ver Anexo 3.1)

3.1.2. BALANCES GENERALES

ACTIVOS

Caja y Bancos.-

Del análisis efectuado a ésta cuenta se ha podido observar que su evolución a través del periodo comprendido entre los años 2000 y 2003, ha tenido un comportamiento poco estable, pues para los años 2000 y 2001, se ubicó en un nivel de US\$ 310.00 y US\$ 909.00 (miles de dólares), respectivamente, lo cual demuestra que entre estos dos años las tenencias de efectivo de la compañía crecieron significativamente en un 193.23%. En cambio, para el cierre del año 2002 dicho activo alcanzó la cifra de US\$ 616.00, la cual representó en una disminución del 32.23%, con respecto al año anterior. Y por último, para el año 2003, esta cuenta se incremento de manera muy significativa, esto es, en un 266.23% con respecto al año 2002, llegando así a la cantidad de US\$ 2,256.00. También se ha podido verificar que esta cuenta es una de las menos representativas dentro del total de activos puesto que ha representado, en promedio un 0.47% desde el 2000 hasta el 2003, y apenas un 0.59% durante los dos últimos años. Esto demuestra que el efectivo de la compañía ha tenido un comportamiento poco estable a través del periodo de estudio y que no es uno de sus mayores activos, lo cual, a su vez demuestra, que Supermercados La Favorita C.A. mantiene gran parte de sus acreencias en activos de menor liquidez como los

aproximadamente durante los mencionados años un 80.00% de sus utilidades, el impuesto a la renta causado por Supermercados La Favorita C.A. en los referidos años, ha sido de US\$ 3,830.00, US\$ 3,844.00, US\$ 4,976.00 y US\$ 5,982.00, respectivamente, incrementándose en un 0.37% entre el 2000 y 2001, un 29.45% entre el 2001 y 2002 y un 20.22% entre el 2002 y 2003, reflejando particularmente un fuerte incremento de dicho rubro durante los dos últimos periodos fiscales. Sin embargo, únicamente representó en promedio a penas un 1.20% de las ventas netas durante el mismo periodo. (Ver Anexo 3.1)

Utilidad Neta.-

Esta utilidad es la que queda disponible para accionistas después del pago del 15.00% de participación a trabajadores, del 5.00% de bonificaciones a funcionarios y del impuesto a la renta. Así pues, su comportamiento a través del periodo de estudio ha sido de crecimiento, por cuanto su monto se incrementó un 88.17% del 2000 al 2001, un 13.91% del 2001 al 2002 y un 22.38% del 2002 al 2003. Adicionalmente, se puede establecer que durante el referido periodo, la utilidad neta ha representado en promedio un 5.49% de las ventas netas. (Ver Anexo 3.1)

inventarios y las cuentas por cobrar comerciales, invirtiendo así una mayor cantidad de sus recursos en este tipo de activos. (Ver Anexo 3.2)

Inversiones Temporales.-

Semejante a la cuenta caja y bancos, esta cuenta creció durante el periodo 2000-2001 a una tasa del 29.58%, decreció durante el periodo 2001-2002 a una tasa del 96.74% y volvió a incrementarse durante el periodo 2002-2003, a una tasa del 50.00%. Así mismo, esta cuenta ha representado en promedio un 2.48% del total de activos, siendo en conjunto con la cuenta caja y bancos, los activos de menor importancia dentro del giro normal del negocio. (Ver Anexo 3.2)

Cuentas por Cobrar Comerciales.-

Diferente a las cuentas del Balance General descritas anteriormente, esta cuenta se incrementó a lo largo del periodo de análisis a tasas del 40.25% (del 2000 al 2001), 21.63% (del 2001 al 2002) y 41.08% (del 2002 al 2003), lo cual ha demostrado cierta estabilidad en su evolución. Por otro lado, también se pudo observar que ésta cuenta ha representado en promedio un 8.29% del total de los activos y un 19.52% de los activos circulantes de la compañía, durante el periodo 2000-2003, siendo así el activo más relevante después de los inventarios y, manteniéndose en un nivel relativamente constante con respecto al total de activos durante dicho periodo. Esto está relacionado con el hecho de que la compañía obtiene gran parte de sus ingresos de las

ventas a crédito, y al ser éstas parte de las ventas netas, implica que el comportamiento de crecimiento de las cuentas por cobrar comerciales está directamente relacionado con dichas ventas. Es por esto que a pesar de que otros activos se vieron disminuidos durante el ejercicio económico del año 2002 (principalmente por las fuertes inversiones efectuadas por la compañía durante el referido ejercicio económico) este activo mantuvo un nivel bastante sustentable, demostrando así la capacidad de la compañía para generar ingresos dentro de una economía más estable y más competitiva. (Ver Anexo 3.2)

Cuentas por Cobrar a Compañías Relacionadas.-

No menos importantes que las cuentas por cobrar comerciales, las cuentas por cobrar a compañías relacionadas han tenido un comportamiento similar tanto a la cuenta caja y bancos como a la cuenta Inversiones temporales, creciendo en un 24.93% durante el año 2001, decreciendo en un 37.55% durante el año 2002 y volviendo a crecer en un 21.81% durante el año 2003. Así mismo, esta cuenta en promedio ha representado un 5.35% de total de activos durante el periodo 2000-2003. (Ver Anexo 3.2)

Inventarios.-

Esta cuenta es la más importante y significativa tanto de los activos totales como de los activos circulantes de la compañía, representando en promedio

un 19.46% y un 45.95% de los mismos, respectivamente, durante el periodo de análisis. Es así que al 31 de diciembre del ejercicio económico del año 2002, mientras los saldos de otros activos disminuyeron con respecto al 31 de diciembre del año 2001, el stock de inventarios se incrementó, puesto que dentro la compañía invirtió una gran cantidad de sus recursos en la adquisición de una gran variedad de productos destinados para la venta en las diferentes filiales que la conforman, siendo productos que no necesariamente son de consumo masivo o perecibles, sino mas bien, productos de carácter más duradero como los son los electrodomésticos, muebles, ropa, juguetes, etc; los mismos que poseen una baja rotación de inventarios. En resumen los inventarios de la compañía se vieron incrementados en tasas del 13.44%, 55.67% y 8.18%, durante los años 2001, 2002 y 2003, respectivamente. (Ver Anexo 3.2)

Propiedades, Maquinarias y Equipos.-

Este cuenta está conformada por todos aquellos activos fijos que la compañía necesita para el normal desenvolvimiento de sus actividades operacionales y administrativas, los mismos que se encuentran registrados a su valor de adquisición menos la depreciación acumulada generada a través de su vida útil, reflejando así el valor neto de los mismos. Entre estos activos se encuentran los terrenos, edificios e instalaciones, equipos de computación, máquinas registradoras, muebles y enseres, vehículos, equipos de cocina, aseo y limpieza, equipos para códigos de barras, etc.

Durante los cuatro años de estudio, el 2002 fue el año más representativo con respecto al total de activos, conformando un 43.03% del total de activos al finalizar dicho año y donde además se vieron incrementados en un 74.61% respecto al del saldo al final del año 2001. Es así que en promedio esta cuenta representó un 36.68% del total de activos, durante el periodo 2000-2003, lo cual demuestra que Supermercados La Favorita C.A. ocupó una gran parte de sus recursos en la adquisición de éstos activos para el cumplimiento de sus metas de expansión en otros negocios y apertura de nuevas filiales, influyendo así en la disminución del saldo de otro tipo de activos más líquidos. (Ver Anexo 3.2)

PASIVOS

Obligaciones por Pagar a Bancos.-

Durante los años 2000 y 2001 Supermercados La Favorita C.A. no había contraído Obligaciones por Pagar con bancos. Es únicamente durante los años 2002 y 2003 que la compañía contrajo deudas con instituciones financieras nacionales por las cantidades de US\$ 12,000.00 y US\$ 5,000.00 (miles de dólares), respectivamente, las cuales son obligaciones que no implican financiamiento por deuda para la compañía, sino préstamos a corto plazo (pagaderos a 1 año) para el financiamiento de las operaciones financieras.

respectivamente, del total de las obligaciones (pasivos) y patrimonio de la compañía durante los referidos años. (Ver Anexo 3.2)

Proveedores.-

Esta cuenta es la más grande de los pasivos, representando en promedio un 22.90% del total de pasivos más patrimonio de la compañía, es decir, casi la cuarta parte de las mismas. Está conformado básicamente por las cuentas por pagar contraídas con proveedores nacionales e internacionales por la compra de bienes para la comercialización interna. Además se ha podido observar que esta cuenta ha ido aumentando a un ritmo decreciente durante el periodo de estudio, puesto que durante los años 2001, 2002 y 2003, alcanzó tasas de crecimiento del 50.28%, 20.02% y 6.75%, respectivamente. (Ver Anexo 3.2)

Participación A Trabajadores.-

Esta cuenta refleja el saldo al final del año de las obligaciones que la compañía mantiene pendientes con sus empleados por concepto del 15% de participación a trabajadores, calculado sobre la utilidad neta antes del Impuesto a la Renta, la cual evolucionó de forma similar a la participación a trabajadores cargada al estado de resultados, durante el periodo de estudio. Así pues, ésta cuenta se vio incrementada en un 66.51% del 2000 al 2001, en un 16.30% del 2001 al 2002 y en un 21.96% del 2002 al 2003; y que

además, ha conformado apenas un 2.44% del total de pasivos y patrimonio.

(Ver Anexo 3.2)

Impuesto a La Renta Por Pagar.-

De igual forma, esta cuenta refleja el saldo al final de cada ejercicio fiscal del Impuesto a la Renta por pagar a favor del Servicio de Rentas Internas, para lo cual, se toman en consideración el saldo al principio del periodo, los pagos efectuados por dicho impuesto durante el periodo (Impuesto a la Renta pagado correspondiente al anterior ejercicio fiscal y Anticipos del Impuesto a la Renta del pagados durante el presente ejercicio fiscal) y la provisión del Impuesto a la Renta por pagar al final del periodo (Impuesto a la Renta causado), el cual según las disposiciones legales deberá cancelarse hasta el mes de abril del siguiente periodo fiscal.. Así pues se ha podido verificar que dicho saldo disminuyó un 49.78% durante el año 2001, a pesar de que en dicho año el Impuesto a la Renta causado se incrementó ligeramente en un 0.37% con respecto al año 2000; pero posteriormente se incrementó en 96.71% y 29.42% durante los años 2002 y 2003, respectivamente, lo cual fue acompañado con un sustancial incremento del Impuesto a la Renta causado durante dichos periodos. Además también se ha podido verificar que dicha cuenta por pagar constituye apenas el 1.19% del total de pasivos y patrimonio. (Ver Anexo 3.2)

Otros Gastos Acumulados Y Otras Cuentas Por Pagar.-

Aunque es una cuenta que incluye el saldo final de una gran variedad de pequeñas obligaciones a corto plazo (como bonos navideños, ordenes de compra, IVA, retenciones en la fuente, beneficios sociales, IESS, etc), su participación en conjunto no deja de ser importante, puesto que durante el periodo 2000-2003 han conformado, en promedio, un 4.25% del total de pasivos y patrimonio, esto es, superior a los saldos registrados por concepto de participación a trabajadores por pagar e Impuesto a la Renta por pagar. Así mismo, queda reflejado que en dicho periodo ha tenido un comportamiento de crecimiento, alcanzando su mayor tasa de crecimiento del 2002 al 2003, en un 75.44%. (Ver Anexo 3.2)

PATRIMONIO

Capital Social.-

Es el capital autorizado de la compañía que consiste en la cantidad de acciones emitidas con un valor nominal unitario de US\$ 1.00. Para cada uno de los años 2000 y 2001 dicho capital fue de US\$ 10,000.00 (miles de dólares), compuesto por 10 millones de acciones. Durante el año 2002, la compañía incrementó su capital en US\$ 40,000.00 (miles de dólares), mediante la emisión y venta 40 millones de nuevas acciones, alcanzando así un saldo de US\$ 50,000.00 (miles de dólares). Y durante el año 2003, dicho

capital se incrementó una vez más, pero en la cantidad de US\$ 25,000.00 (miles de dólares), alcanzando un nivel de US\$ 75,000.00 (miles de dólares). Esto, sumado al hecho de que la compañía no se encuentra apalancada (financiada mediante endeudamiento) demuestra que su política de financiamiento, enmarcada en la obtención de los recursos necesarios para el cumplimiento de sus estrategias de expansión e introducción en nuevos mercados, está conformada básicamente por la emisión de nuevas acciones. (Ver Anexo 3.2)

Reserva Legal.-

Esta cuenta patrimonial está compuesta básicamente por los valores de las cuentas de reserva por revalorización del patrimonio y reexpresión monetaria, originados por las correcciones monetarias del mismo patrimonio, así como de los activos y de los pasivos no monetarios, debido a factores como el cambio de moneda (establecimiento del dólar como la moneda oficial en el Ecuador) y la reexpresión monetaria a valores de mercado. Esta reserva puede ser total o parcialmente capitalizada; y el saldo de esta cuenta no es disponible para el pago de dividendos en efectivo. (Ver Anexo 3.2)

Así pues, esta cuenta alcanzó el saldo de US\$ 40,777.00 (miles de dólares), durante los años 2000 y 2001, y luego decreció a US\$ 22,489.00 (miles de dólares), durante los años 2002 y 2003).

Este decrecimiento se originó básicamente porque durante los años 2000 y 2001 hubo ajustes por revalorización de los valores contables de algunos cuentas de activos, pasivos y patrimonio, debido a su vez por la reexpresión monetaria necesaria dentro de un esquema de dolarización; mientras que durante los años 2002 y 2003, dichos ajustes fueron menores al existir una economía más estable, una moneda más fuerte y al haberse reducido los niveles de inflación, reflejando así valores más reales de dichos activos, pasivos y patrimonio. (Ver Anexo 3.2)

Reserva Legal.-

Según la Ley de Compañías se requiere que por lo menos el 10.00% de la utilidad anual (utilidad neta) sea apropiado como reserva legal hasta que ésta alcance como mínimo de 50.00% del capital social. Además, esta reserva tampoco es disponible para el pago de dividendos en efectivo, pero si puede ser capitalizada en su totalidad.

Es así que durante los años 2000, 2001, 2002 y 2003, se ha podido observar que la reserva legal de la compañía representó de la utilidad neta un 22.68%, 17.37%, 15.25% y 12.46%, respectivamente, cumpliendo con el mínimo legal establecido. De esto último se puede mencionar que, aunque la relación de esta reserva con respecto a las utilidades netas fue decreciente, su valor se incrementó durante el año 2001 desde la cantidad de US\$ 2,652.00 (miles de

dólares) hasta la cantidad de 3,822.00, la cual a su vez, permanecería constante durante los próximos dos años (2002 y 2003). (Ver Anexo 3.2)

Reserva Facultativa.-

Entre el año 2000 y el año 2001, esta cuenta registró un crecimiento del 11.07%. Sin embargo, para los dos siguientes periodos, registro decrecimientos del 20.72% y 28.61%. (Ver Anexo 3.2)

Utilidad Neta.-

EL saldo de esta cuenta al final de cada año es exactamente igual a la utilidad neta cargada al estado de resultados, razón por la cual, su evolución y comportamiento está determinada directamente por dicha utilidad. (Ver Anexo 3.2)

3.2. ANÁLISIS Y ESTIMACIÓN DE LOS PRINCIPALES RATIOS FINANCIEROS

El cálculo y análisis de los Índices Financieros es la forma de evaluación de los estados financieros mas generalizada y accesible por el tipo de información que se utiliza. Así pues, para el establecimiento de las Razones Financieras de Supermercados La Favorita C.A. se tomará en cuenta los estados financieros y la información anual obtenida entre los años 2000 y 2003.

Una vez obtenidas las principales ratios financieras se analizará la variación o estabilidad de las mismas al cabo de los cuatro años de análisis, de tal forma que se pueda establecer cuales de ellas deberán ser tomadas en cuenta como herramienta de proyección.

3.2.1. RAZONES DE LIQUIDEZ

Permiten determinar la capacidad de la compañía para hacer frente a sus pagos de obligaciones a corto plazo, es decir, mide si la compañía posee la liquidez necesaria para cubrir dichas obligaciones. Para ello se relaciona el efectivo y los demás activos corrientes (circulantes) con los pasivos corrientes (circulantes). Entre las razones de liquidez más utilizadas tenemos la Razón Circulante y la Razón de la Prueba Ácida.

Razón Circulante.-

Esta razón mide hasta que punto la compañía puede con solvencia cumplir sus obligaciones de corto plazo. Se calcula dividiendo los activos circulantes entre los pasivos circulantes.

$$\text{Razón Circulante} = \text{Activo Circulante} / \text{Pasivo Circulante}$$

El ratio promedio durante los cuatro años de estudio (2000 – 2003) fue de 1.34, lo que implica que la empresa posee la capacidad para pagar todas sus obligaciones de corto plazo con todos sus activos líquidos. Es decir que, por cada dólar de deuda corriente que posee la compañía, posee un dólar con treinta y cuatro centavos para cubrirlos. (Ver Anexo 3.3)

Sin embargo la razón tiene que ser considerada como algo imperfecto debido a que no toma en cuenta la liquidez de los componentes individuales de los activos circulantes.

Razón de la Prueba Ácida.-

Se calcula deduciendo los inventarios de los activos circulantes y dividiendo la diferencia entre los pasivos circulantes. Muestra hasta que punto, la empresa puede con solvencia, cumplir sus obligaciones de corto plazo, sin tener que realizar sus inventarios.

$$\text{Prueba Ácida} = (\text{Activos Circulantes} - \text{Inventarios}) / \text{Pasivos Circulantes}$$

El promedio de los ratios durante los cuatro años fue de 0.74, lo cual indica que por cada dólar que posee la empresa como Pasivos Corrientes solo se podría cubrir 74 centavos de las obligaciones que conforman dichos pasivos con los activos más líquidos de la empresa. (Ver Anexo 3.3)

Al comparar estas dos razones de liquidez, se puede constatar que la Razón de Prueba Ácida es menor pues solo trabaja con la parte más líquida de los activos que posee la empresa.

3.2.2. RAZONES DE APALANCAMIENTO

Comprenden ratios financieras que muestran el grado en que la empresa se encuentra financiada mediante deuda. Para el caso concreto de Supermercados La Favorita C.A. hay que destacar que es una compañía que

no se financia con endeudamiento, esto es, con la emisión de bonos u otros tipos de instrumentos financieros a largo plazo para la obtención de recursos, y que sus pasivos están conformados básicamente por obligaciones de carácter operacional y a corto plazo (no mayores a 1 año). Entre las razones de apalancamiento más utilizadas tenemos la Razón Pasivos Totales a Patrimonio y Razón Pasivos Totales a Activos Totales.

Razón Pasivos Totales a Patrimonio.-

Se obtiene dividiendo el total de obligaciones de la empresa (incluyendo los Pasivos Circulantes) entre su Patrimonio o Capital Contable.

$$\text{Razón Pasivo a Patrimonio} = \text{Pasivo Total} / \text{Patrimonio}$$

El promedio que se obtuvo durante los cuatro años analizados fue de 0.50. Esto se puede interpretar como que por cada dólar aportado por los accionistas de la compañía, existen 50 centavos proporcionados por los acreedores de la misma con el fin de financiarla mediante obligaciones a corto plazo. Mientras mayor sea la proporción del financiamiento por parte de los accionistas, mayor cobertura existirá para el cumplimiento del pago de sus obligaciones a corto plazo. (Ver Anexo 3.3)

Razón Pasivos Totales a Activos Totales.-

Esta razón financiera, mas conocida con el nombre de Razón de Endeudamiento, mide el porcentaje de activos de la empresa que están siendo financiado por los acreedores.

$$\text{Razón de Endeudamiento} = \text{Pasivos Totales} / \text{Activos Totales}$$

El promedio obtenido de esta ratio durante el periodo 2000-2003, nos muestra que el 33.00% de los Activos de la empresa están financiados mediante deuda a corto plazo, mientras que el 67.00% restante proviene del capital aportado por los accionistas. (Ver Anexo 3.3)

Mientras mayor sea el porcentaje de financiamiento que provenga del capital de los accionistas, mayor será la protección proporcionada a los acreedores de la empresa, y esto reflejará un menor riesgo financiero.

3.2.3. RAZONES DE COBERTURA

Permiten determinar la capacidad de la compañía para cubrir sus deudas (capital) y el costo financiero de las mismas (intereses), con los recursos generados por su operación normal.

Por lo tanto, relacionan los cargos financieros de una empresa con su habilidad para servirlos o cubrirlos. Dentro de este grupo de razones tenemos principalmente la Razón de Rotación de Intereses a Utilidades.

Razón de Rotación de Intereses a Utilidades.-

Esta razón, también conocida como Razón de Cobertura de Intereses, sirve como medida de la capacidad de la empresa para hacer frente a sus pagos anuales de intereses.

$$\text{Razón de Cobertura de Intereses} = \text{UAI} / \text{Gasto por Interés}$$

La ratio promedio en los cuatro años de análisis fue de 113.42, lo que demuestra que la empresa puede cubrir el Interés anual generado por obligaciones aproximadamente 113.42 veces con su utilidad antes de intereses e impuestos (UAI). (Ver Anexo 3.3)

Esta razón nos muestra una vez más que Supermercados La Favorita C.A. no depende de financiamiento a largo plazo y que solo sirven obligaciones a corto plazo con entidades financieras u otros acreedores nacionales, puesto que no se encuentra apalancada.

Mientras más alta sea esta razón, mayor es la probabilidad de que la empresa pueda cubrir sus pagos de intereses sin dificultad.

3.2.4. RAZONES DE ACTIVIDAD

Los indicadores de actividad, medidos a través de la rotación, muestran la eficiencia de la empresa en la utilización de los recursos a su disposición. Entre las razones de actividad más importantes tenemos a la Rotación de Cuentas por Cobrar, Rotación de Inventarios (contra costo de ventas), Rotación de Activos Fijos y Rotación de Activos Totales.

Rotación de Cuentas por Cobrar.-

La razón de cambio de las cuentas por cobrar proporciona información sobre la calidad de las cuentas por cobrar de la empresa y de que tan bien se desempeña la gestión de cobranzas.

$$\text{Rotación de Cuentas x Cobrar} = \text{Ventas Anuales} / \text{Cuentas por Cobrar}$$

En el caso específico de Supermercados La Favorita C.A., se calcularon 2 ratios para el periodo comprendido del año 2000 al 2003, por cuanto la compañía maneja 2 cuentas por cobrar, las cuentas por cobrar comerciales y

las cuentas por cobrar a compañías relacionadas. Así pues, durante el referido periodo se obtuvieron ratios promedio de 23.81 y 40.25, para las cuentas por cobrar comerciales y las cuentas por cobrar a compañías relacionadas, respectivamente, las cuales indican el número de veces que se han hecho efectivo (cobrado) las cuentas por cobrar durante un año. (Ver Anexo 3.3)

Entre más alto sea esta razón, menor es el tiempo entre el momento en que se efectúan las ventas y el momento en que se recauda el efectivo, y por lo tanto, más eficiente es la gestión de cobro de la compañía.

Rotación de Inventarios.-

Ayuda a determinar con qué eficiencia la empresa administra sus inventarios.

$$\text{Rotación de inventarios} = \text{Costo de Ventas} / \text{Inventario}$$

La razón de rotación de inventarios nos dice la rapidez con la que el inventario se convierte en cuentas por cobrar o en efectivo al momento en que se realizan las ventas durante el año.

El promedio de esta razón durante el periodo de estudio fue de 8.42, es decir, que el inventario de esta compañía se convierte en ventas (a contado o

a crédito) aproximadamente en 8.5 veces al año, lo cual es lógico puesto que Supermercados La Favorita C.A. pertenece actualmente al sector comercial, donde comercializa bienes y productos de mayor vida útil, y no únicamente productos de carácter perecedero o de consumo masivo. (Ver Anexo 3.3)

Rotación de Activos Fijos.-

Mide la eficiencia con la que la compañía utiliza sus activos fijos, los cuales para Supermercados La Favorita C.A: comprenden básicamente maquinarias, propiedades y equipos, inversiones permanentes y otros activos a largo plazo..

$$\text{Rotación de Activos Fijos} = \text{Ventas Netas} / \text{Activos Fijos}$$

Así pues durante los cuatro años de análisis, dicha rotación fue en promedio de 3.40, indicando que por cada dólar invertido en activos fijos se obtienen aproximadamente US\$ 3.40 de ingresos por ventas. (Ver Anexo 3.3)

Rotación de Activos Totales.-

Esta ratio a diferencia de la anterior, mide la capacidad de la compañía para generar suficiente volumen de ventas respecto al tamaño de su inversión en activos totales.

$$\text{Rotación de Activos Totales} = \text{Ventas Netas} / \text{Activos Totales}$$

Como es lógico, este indicador es menor al de rotación de activos fijos puesto que ahora la compañía no solo deberá cubrir con sus ventas la inversión en activos fijos sino sobre la inversión en el total de activos. Es así que durante el mismo periodo de estudio, esto es, entre los años 2000 y 2003., dicha ratio fue en promedio de 1.94, lo cual indica que la compañía aún puede cubrir o justificar la inversión de cada dólar en sus activos con la generación de US\$ 1.94 de ingresos por ventas. (Ver Anexo 3.3)

3.2.5. RAZONES DE RENTABILIDAD

Este grupo de razones muestran el efecto de la liquidez, la administración de los activos y la administración de obligaciones sobre los resultados operativos. En general relacionan las utilidades con las ventas y la inversión. Entre las principales razones de rentabilidad están la Rentabilidad de las Ventas Netas, la Rentabilidad sobre la Inversión (ROA), la Rentabilidad sobre el Patrimonio (ROE) y la Rentabilidad sobre los Activos Totales (ROI).

Rentabilidad de las Ventas Netas.-

Esta razón muestra la rentabilidad que la compañía obtiene sobre su utilidad bruta en ventas, es decir, la rentabilidad generada sobre las ventas netas después de haber cubierto el costo de ventas (costo de adquisición de sus mercaderías).

$$\text{Rentabilidad en Ventas} = (\text{Ventas Netas} - \text{Costo de Ventas}) / \text{Ventas Netas}$$

Para el caso de nuestra compañía, el promedio de la rentabilidad sobre las ventas entre los años 2000 y 2003 fue de 0.16, indicando así que la empresa ha vendido sus bienes y productos un 16.00% por encima del costo incurrido en la adquisición de los mismos. También se lo puede observar como el margen bruto en ventas. (Ver Anexo 3.3)

Rentabilidad sobre la Inversión (ROA).-

Esta ratio mide el rendimiento sobre la inversión en activos totales considerando la utilidad después de haber cubierto todos los costos y gastos incurridos por la compañía, sin tomar en cuenta intereses e impuestos (Utilidad antes de intereses e impuestos – UAI), es decir, para el caso específico de Supermercados La Favorita C.A.; los gastos financieros, participación a trabajadores, bonificación a funcionarios e impuesto a la renta. Se la conoce también como rendimiento sobre los activos o Return On Assets (ROA).

$$\text{ROA} = \text{Utilidad antes de Intereses e Impuestos (UAI)} / \text{Activos Totales}$$

El promedio durante los cuatro años de análisis fue de 0.17, lo cual quiere decir que por cada dólar invertido en Activos Totales se genera un 17.00% de rendimiento en utilidad antes de intereses e impuestos, sin considerar la

carga financiera ni el impuesto a la renta, es decir, 17 centavos de dólar. (Ver Anexo 3.3)

Rentabilidad sobre el Patrimonio (ROE).-

El ROE, o también conocida como rendimiento sobre el capital contable, es un índice financiero que mide la tasa de rendimiento sobre la inversión efectuada por los accionistas dentro de la empresa.

$$\text{ROE} = \text{Utilidad Neta} / \text{Patrimonio}$$

Esta rentabilidad para la Supermercados La Favorita C.A. fue en promedio, en los cuatro años de análisis, de 0.16 (16.00%), mostrando que por cada dólar que los accionistas mantienen invertido en el capital de la empresa, se genera un 16.00% de rentabilidad, es decir, 16 centavos de dólar. (Ver Anexo 3.3)

Rentabilidad sobre los Activos Totales (ROI).-

Por último, tenemos la rentabilidad sobre los activos totales, la cual es muy similar a la rentabilidad sobre la inversión (ROA), pero en lugar de tomar en cuenta la utilidad antes de intereses e impuestos (UAI), considera la utilidad neta.

$$\text{ROA} = \text{Utilidad Neta} / \text{Activos Totales}$$

Así pues, dentro del periodo de análisis 2000–2003 la compañía obtuvo una rentabilidad promedio de 11.00%, la cual implica que por cada dólar invertido en Activos Totales se genera un 11.00% en utilidad neta. (Ver Anexo 3.3)

3.3. PROYECCIÓN DE ESTADOS DE RESULTADOS Y PRINCIPALES CUENTAS DEL BALANCE GENERAL

La proyección de los Estados Financieros depende de muchos factores, entre ellos, la disponibilidad de los datos históricos, la información interna de la empresa, los factores internos y externos que afectan a la economía del país, los supuestos que se toman en cuenta para una proyección más precisa, entre otros.

Básicamente se proyectará el Estados de Resultados y las cuentas más relevantes del Balance General, las cuales serán necesarias para armar el Flujo de Caja Libre, y posteriormente, descontarlos a valor presente para obtener el valor financiero de la compañía. El horizonte de proyección para la valoración de Supermercados La Favorita C.A. ha sido establecido en 6 años, empezando en el año 2004 hasta el año 2009, luego del cual se supondrá una perpetuidad cuyo valor presente también estará incluido en el valor financiero de la compañía.

ESTADOS DE RESULTADOS PROYECTADOS

Ventas Netas.-

Las Ventas Netas conforman un pilar para la proyección de otras cuentas, por lo que para su proyección en vez de tomarse en cuenta los datos anuales, se tomaron en cuenta los datos mensuales. Además se consideraron únicamente los datos correspondientes a los 3 últimos ejercicios económicos, esto es, 2002, 2003 y 2004. Esto se lo hizo así por 2 razones:

1. Las ventas anuales aunque demostraron haberse incrementado a lo largo del periodo de análisis del 2000 al 2004, no lo hicieron a tasas reales ni confiables, puesto que gran parte del incremento en las ventas, al menos durante los años 2000, 2001 y 2002, se debió a incrementos en los niveles de precios (inflación) y a la reexpresión monetaria producto de la reciente dolarización. Es recién en el año 2003 donde comienza a estabilizarse un poco más la economía y la tasa de crecimiento de las ventas entre el 2002 y el 2003 refleja un incremento más real de las mismas, siendo una tasa del 9.64%.
2. Aunque el incremento en las ventas anuales durante los años 2002 y 2003 fue bastante estable, y se espera que para los próximos años se mantenga en niveles similares, se decidió tomar en cuenta los rubros mensuales que conforman dichas ventas, evaluando la tasa a la que

se incrementaron de un año a otro, para un determinado mes. Esto ayuda a que la proyección recoja y refleje los patrones cíclicos y estacionales a los que normalmente las ventas de la compañía han estado sujetas.

Es por esto, y tomando en consideración que el año 2004 es igual o más estable que el año 2003, que se realizarán las proyecciones de las ventas de forma mensual, tomando como base el promedio de las tasas de crecimiento de las ventas mensuales del 2002 al 2003 y las tasas de crecimiento de las ventas mensuales del 2003 al 2004, y posteriormente se obtendrán las ventas mensuales durante cada año de proyección, ajustándolas para que reflejen las ventas netas anuales, puesto que los datos mensuales históricos obtenidos no reflejan las devoluciones y descuentos en ventas. (Ver Anexo 3.4)

Finalmente, y siendo consistente con las expectativas de crecimiento futuras de las ventas, se obtuvieron tasas de crecimiento anuales para el periodo 2004 – 2009 que oscilan entre el 10.00% y 11.00%, las cuales también pueden ser explicadas en parte por las tasas de inflación esperadas para dicho periodo (calculadas por el BCE) y las tasas reales de crecimiento de dichas ventas, basadas en las expectativas de crecimiento del sector comercial.

Costo De Ventas.-

Aunque el costo de ventas ha tenido un comportamiento muy estable con respecto a las ventas netas durante el periodo 2000 – 2003, se ha tomado en cuenta para su proyección el porcentaje promedio de participación con respecto a las ventas netas durante los años 2002 y 2003, puesto que como se ha mencionado anteriormente, en los referidos años ha existido mayor estabilidad. Este porcentaje al que se proyectará el costo de ventas será del 83.10% sobre las ventas netas.

Otros Ingresos Operacionales y Otros Gastos De Administración Y Ventas.-

Al igual que el costo de ventas, y tomando en consideración que históricamente ambas cuentas han estado directamente relacionadas con el comportamiento de las ventas netas, se estableció como parámetros de proyección los porcentajes de participación de dichas cuentas con respecto a las ventas netas durante los años 2002 y 2003, obteniéndose así un promedio del 3.97% y 12.53%, respectivamente.

Ingresos Financieros.-

Esta cuenta, a diferencia de las anteriores, se la proyectará tomando como base el porcentaje histórico de participación de los ingresos financieros obtenidos por la compañía con respecto al total de las inversiones que generan de una u otra forma dichos ingresos.

De esta forma, y habiendo observado que en general la mayoría de inversiones que la compañía realiza le generan algún rendimiento financiero, dividendo u otra forma de ingreso financiero, es que se tomó como base el total de inversiones, es decir, la suma de las inversiones temporales e inversiones permanentes (a largo plazo). Cabe destacar que por el volumen e importancia dentro de los activos totales, las inversiones permanentes son la mayor fuente de ingresos financieros.

Así pues, el porcentaje de participación que se consideró para la proyección de los ingresos financieros fue del 5.94%, obtenido del promedio histórico de los años 2002 y 2003, puesto que como se ha mencionado anteriormente durante estos años hubo una mayor estabilidad en la economía del país y dentro de la compañía.

Gastos Financieros.-

Por otro lado, de la revisión realizada a los estados financieros se pudo observar que los gastos financieros no tienen un rubro o monto específico que los genere, puesto que la compañía no se ha financiado mediante deuda a largo plazo. Esto indica que la compañía probablemente ha obtenido sus cargas financieras de sus operaciones bancarias u otras operaciones de corto plazo, y que a su vez no han tenido incidencia alguna sobre su política de financiamiento mediante capital propio.

Por todo esto, y debido a que la participación de estos gastos respecto de las ventas netas era mucho más estable que con otras cuentas, durante el los años 2002 y 2003, se obtuvo una porcentaje de participación promedio del 0.25%, el cual sirvió como parámetro para la proyección de esta cuenta a través del periodo 2004 – 2009.

Otros Ingresos (Neto).-

Para la proyección de los Otros Ingresos también se supondrá que crecerá a la misma tasa que las Ventas Netas, tomando como base la participación de esta cuenta frente a las ventas netas únicamente durante el año 2003, esto es, un 0.39%, puesto que dicha relación ha sido muy irregular en años anteriores. Así pues, este supuesto es válido por el hecho de que esta cuenta ha tenido poca relevancia e influencia sobre los resultados de la compañía y porque de considerar el porcentaje promedio histórico respecto a las ventas netas, la proyección del rubro de esta cuenta se vería disminuida para el año 2004, lo cual no es coherente con su evolución histórica desde el año 2000, ya que desde dicho año estos ingresos nunca decrecieron.

Participación A Trabajadores.-

Para la proyección de la participación a trabajadores se asumirá que se mantendrá constante a lo largo del periodo de proyección la tasa anual del 15% sobre la utilidad antes de participación a trabajadores, bonificaciones a funcionarios e impuesto a la renta.

Bonificaciones A Funcionarios.-

De igual manera, y de acuerdo a políticas internas de la compañía, se asumirá una tasa anual del 5% aplicable sobre la utilidad antes de participación a trabajadores, bonificaciones a funcionarios e impuesto a la renta.

Impuesto A La Renta.-

Está conformado básicamente por el impuesto a la renta causado, el cual constituye la cantidad de impuesto a la renta que la compañía genera anualmente, sin considerar las retenciones en la fuente del impuesto a la renta que le han sido efectuadas y los anticipos del impuesto a la renta pagados durante cada año. Este impuesto es calculado básicamente aplicando la tasa del 15% sobre la utilidad a reinvertir y capitalizar más la tasa del 25% (tarifa establecida en la Ley de Régimen Tributario Interno para el cálculo del impuesto a la renta para el caso de sociedades) sobre el saldo de la utilidad gravable. Así mismo, el saldo de la utilidad gravable es la resultante de la diferencia entre la utilidad gravable y la utilidad a reinvertir y capitalizar; mientras que la utilidad gravable es producto de la conciliación tributaria de la utilidad neta (después de participación a trabajadores y bonificaciones a funcionarios) con los ingresos exentos y los gastos no deducibles de la compañía (Ver Anexo 3.5)

En el Anexo 3.6 se podrá observar el resumen de la proyección de los Estados de Resultados de Supermercados La Favorita C.A. para el periodo comprendido entre los años 2004 y 2009.

PROYECCIÓN DE PRINCIPALES CUENTAS DEL BALANCE GENERAL

En esta sección se tratará básicamente de establecer los supuestos de proyección de las principales cuentas de activos, pasivos y patrimonio, que son necesarios para complementar los estados de resultados proyectados y, de esa forma, poder proyectar adecuadamente el flujo de caja libre, puesto que este flujo toma en cuenta el movimiento o variación de algunas cuentas del balance general para realizar los ajustes necesarios sobre la utilidad neta.

ACTIVOS

Inversiones Temporales.-

Debido al inestable comportamiento de esta cuenta a través de los años y de su relación con otras cuentas, se la proyectó tomando como parámetro una tasa de crecimiento del 50.00%, la cual será la tasa mínima de crecimiento anual de este rubro, tomando en consideración la tasa a la que se

incrementó entre los años 2002 y 2003, puesto que es mucho más confiable que la de años anteriores. A pesar de que este activo ha tenido una baja participación respecto del total de activos, es uno de los dos activos que dan origen a los ingresos financieros, tal como se describió anteriormente.

Cuentas por Cobrar Comerciales y Cuentas por Cobrar a Compañías Relacionadas.-

Ambas cuentas fueron proyectadas en base a la ratio de Rotación de Cuentas por Cobrar, es decir, relacionando las Ventas Netas contra las Cuentas por Cobrar Comerciales y contra las Cuentas por Cobrar a Compañías Relacionadas.

Para las cuentas por cobrar comerciales se tomó en consideración únicamente la Rotación de Cuentas por Cobrar Comerciales correspondiente al año 2003, esto es, la cantidad de 19.82 (Ver Anexo 3.3). Esto se hizo así puesto que la rotación de las cuentas por cobrar comerciales fue superior para los años anteriores (2000, 2001 y 2002), lo cual incrementaría su promedio, y consecuentemente, provocaría que el saldo proyectado de esta cuenta para el año 2004 sea inferior a la del año 2003, lo cual no sería consistente con su comportamiento histórico, puesto que siempre se ha ido incrementando al igual que los inventarios, siendo los activos corrientes más estables y significativos para la compañía.

En cuanto a las cuentas por cobrar a compañías relacionadas, se consideró el promedio de la Rotación de Cuentas por Cobrar A Compañías Relacionadas durante los periodos económicos de los años 2002 y 2003, obteniéndose así la cantidad de 53.89 (Ver Anexo 3.3). Hay que recalcar que estas cuentas al ser proyectadas en base a ratios financieras, que a su vez toman en consideración las Ventas Netas, tienen las mismas tasas de crecimiento de éstas última, lo cual no se aleja de la realidad puesto que las Cuentas por cobrar mantienen una estrecha relación con las Ventas Netas.

Inventarios.-

Para los Inventarios se utilizó la ratio de Rotación de Inventarios, relacionando el Costo de Ventas con los Inventarios, obteniendo así un promedio de 7.90. Para su cálculo se tomo como referencia los años 2002 y 2003 puesto que en estos periodos (al igual que para otras cuentas proyectadas) la economía demostró una mayor estabilidad post-dolarización.

Gastos Anticipados y Otras Cuentas Por Cobrar.-

Para la proyección de esta cuenta se consideraron las subcuentas que la conforman, las cuales básicamente han sido tres a través del periodo de análisis, y que fueron proyectadas bajo los siguientes supuestos (Ver Anexo 3.7):

- ✓ Proveedores del exterior.- Se la mantendrá constante durante el periodo de proyección puesto que históricamente la compañía ha mantenido un monto de esta subcuenta en US\$ 10,000.00 (miles de dólares);
- ✓ Ejecutivos y empleados.- Esta subcuenta se la proyectará como un porcentaje de participación del total activos corrientes, el cual ha sido en promedio un 0.60% de dicho total durante los años 2001, 2002 y 2003; y,
- ✓ Otros gastos anticipados y otras cuentas por pagar.- Esta cuenta también será proyectada como el porcentaje histórico que ha representado entre los años 2001 y 2003, el cual ha sido de 1.43 % en promedio.

Total Activos y Total Activos Corrientes.-

Previo al cálculo de los demás activos y considerando que hay activos que por su comportamiento irregular e inestable es más difícil efectuar su proyección, se consideró necesario obtener previamente la proyección de los activos totales, para lo cual se establecerá como supuesto de proyección la tasa del 11.50%, la cual es la tasa a la que se incrementaron los activos del 2002 al 2003, reflejando así un crecimiento bastante real, estable y acorde con las expectativas de crecimiento de las ventas, puesto que el porcentaje de crecimiento se encuentra dentro de dichas expectativas. Así mismo, y

basado en la relación entre el total de activos corrientes y los activos totales, se proyectará el total de los activos corrientes como el porcentaje promedio que ha representado del total de activos durante los años 2002 y 2003, el cual ha sido de 40.11%. (Ver Anexo 3.2)

Caja y Bancos.-

Finalmente, el efectivo que mantendrá la compañía como saldo al final de cada año de proyección será el diferencial entre los demás activos corrientes y el total de activos corrientes. Cabe indicar que esto se lo efectuó así debido a que la cuenta caja y bancos ha sido el activo de menor participación, tanto del total de activos como del total de activos corrientes, y además ha sido una cuenta bastante irregular a través del periodo de análisis, y no ha tenido ninguna relación estable con otra cuenta.

Propiedades, Maquinaria y Equipo (Neto).-

Para la estimación de estos activos fue necesario establecer la inversión que se efectuará en la adquisición de nuevas propiedades, maquinarias y equipos, las ventas y/o retiros a efectuarse y la depreciación generada anualmente por los mismos; para lo cual fue necesario proyectar previamente la cantidad de las propiedades, maquinarias y equipos brutos. A continuación se detallan dichas estimaciones (Ver Anexo 3.7):

- ✓ Total propiedades, maquinarias y equipos (brutos).- Dadas las fuertes inversiones que la compañía ha realizado en la adquisición de este tipo de activos fijos, puesto que han sido coherentes con sus políticas de expansión y crecimiento, se supondrá que Supermercados La Favorita C.A. seguirá manteniendo esta postura y que dichos activos se incrementará a una tasa del 14.36%, la cual es la tasa a la que crecieron entre el 2002 y el 2003. Además esta tasa es consistente con el hecho de que la compañía reinvierte aproximadamente el 80.00% de sus utilidades, y por lo tanto, se espera que estos activos se incrementen a una tasa ligeramente mayor a la de las ventas netas;
- ✓ Depreciación.- Se la proyectará tomando como base la tasa promedio que ha representado la depreciación anual sobre el total de las propiedades, maquinarias y equipos (brutos), la cual ha sido en promedio un 5.06% durante el periodo 2000 – 2003, periodo en el cual dicha relación fue bastante estable;
- ✓ Ventas y/o retiros.- Esta cuenta se la proyectará usando el porcentaje promedio de 0.05% que estas ventas y/o retiros han representado sobre el saldo al inicio del año de estos activos. Este porcentaje promedio fue calculado tomando como periodo específico los años 2001, 2002 y 2003; y,
- ✓ Adquisiciones.- Básicamente esta cuenta se calculó tomando en consideración el incremento del total propiedades, maquinarias y

equipos (brutos) del año anterior con respecto al presente año, más las ventas y/o retiros efectuadas en el presente año. Esto se lo hizo así porque históricamente dichas adquisiciones se ha comportado de esa forma, lo cual es lógico puesto que las adquisiciones realizadas durante un año se las registran a su costo de adquisición dentro de la cuentas de activos fijos brutos, y no en las cuentas netas.

Inversiones Permanentes-

Para la proyección de las inversiones permanentes se supondrá que durante el periodo de proyección se incrementarán a una tasa del 11.77%, la cual es producto de la proyección tanto de las nuevas inversiones permanentes (adquisiciones) como de las ventas de este tipo de inversiones a largo plazo. Es así que las adquisiciones se las proyectaron en base al porcentaje que representaron del saldo inicial de esta cuenta durante el periodo 2002 - 2003, siendo en promedio el 12.38%; mientras que las ventas representaron en promedio un 0.61% de dicho saldo inicial durante el referido periodo. En conclusión esta cuenta se incrementará a una tasa que es también coherente con la tasa a la que crecerán las ventas netas durante el periodo 2004 – 2009. (Ver Anexo 3.7)

PASIVOS

Proveedores.-

Similar a las Cuentas por Cobrar, esta cuenta corresponde a las Cuentas por Pagar que ha mantenido la compañía con sus diferentes proveedores, las cuales históricamente han tenido una estrecha relación con el costo de ventas, razón por lo cual, se efectuó su proyección en base a una ratio que las relaciona, encontrando así que históricamente que el costo de ventas ha sido 7.08 veces las cuentas por pagar a proveedores, durante el periodo 2000 – 2003, periodo en el cual dicha relación fue bastante estable. (Ver Anexo 3.3)

Participación a Trabajadores.-

Para la proyección de esta cuenta se asumirá que será exactamente igual a la proyectada para el Estado de Resultados, puesto que históricamente la diferencia entre la participación a trabajadores en el Estado de Resultados y el Balance General ha sido casi insignificante.

Impuesto a la Renta por Pagar.-

Esta cuenta refleja el saldo del impuesto a la renta pendiente de pago al final de cada ejercicio económico, por lo cual se la proyectará tomando en consideración el saldo al inicio de cada periodo, más el impuesto a la renta causado (o también llamado por la compañía como provisión del año), menos el impuesto a la renta pagado (o también llamado por la compañía pagos efectuados); donde el impuesto a la renta causado será el que ya se proyectó para el Estado de Resultados y el impuesto a la renta pagado se lo proyectará en base a su porcentaje de participación respecto del impuesto a la renta causado, el cual en promedio fue del 85.86% durante los años 2002 y 2003. Este impuesto por pagar básicamente es la cantidad del impuesto a la renta que queda pendiente de pago después de haber deducido las retenciones en la fuente del impuesto a la renta que le han sido efectuadas durante el año y los anticipos del impuesto a la renta pagados durante el mismo año. (Ver Anexo 3.5)

Otros Gastos Acumulados Y Otras Cuentas Por Pagar.-

Y por último, dentro de los pasivos corrientes, se proyectaron los otros gastos acumulados y cuentas por pagar considerando la tasa mínima de crecimiento a la que se incrementó esta cuenta entre los años 2001 y 2002, esto es, al 12.64% (Ver Anexo 3.2), puesto que dicha tasa fue más realista y confiable

que en otros años, y que además guarda relación con las tasas a las que se incrementarán las ventas. Adicionalmente, las proyecciones de esta cuenta estarán enmarcadas dentro de un porcentaje de participación respecto del total de pasivos corrientes que oscilará entre el 17.00% y el 19.00%, cosa que también es coherente con la tasa de participación sobre dicha cuenta en el año 2003, la cual fue aproximadamente del 17.00%.

3.4. DETERMINACIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA LIBRE PROYECTADOS

En esta sección se estimará el flujo de caja libre que generará la compañía durante el periodo de proyección, el cual básicamente es el flujo que estará disponible únicamente para los accionistas, puesto que como ya sabemos la compañía no posee deuda a largo plazo, y por lo tanto, ni acreedores ni bonistas.

A continuación se describe el procedimiento básico para la estimación del flujo de caja libre proyectado, aplicado para Supermercados La Favorita C.A.:

Ventas Netas

- (-) Costo De Ventas
- (+) Otros Ingresos Operacionales
- (-) Gastos De Administración Y Ventas

(=) Utilidad De Operaciones

OTROS INGRESOS

(+) Ingresos Financieros

(+) Otros ingresos (Neto)

GASTOS

(-) Gastos Financieros

(=) Utilidad Antes De Participación A Trabajadores, Bonificación A Funcionarios E Impuesto A La Renta

(-) Impuesto A La Renta

(-) Participación A Trabajadores

(-) Bonificación A Funcionarios

(=) Utilidad (Pérdida) Del Ejercicio

Hasta aquí lo obtenido no es más que el Estado de Resultados proyectado. A esta utilidad neta se le efectúan ajustes para substraer algunos rubros o movimientos contables que no representan desembolsos de efectivo, así como incluir los rubros o movimientos contables que si representan desembolsos de efectivo; los cuales son los siguientes:

(+) Depreciación

(+) Amortización

(=) Flujo De Caja Bruto Permanente

(-) Inversión De Reposición (Adquisiciones A.F.)

(-) Aumentos (Disminuciones) De Capital De Trabajo

(=) FLUJO DE CAJA LIBRE DISPONIBLE

Entonces, una vez obtenida la utilidad neta mediante el Estado de Resultados proyectado se le realizan los ajustes descritos anteriormente para la obtención del flujo de caja libre, tal como se detallan a continuación:

- **(+) Depreciación:** Se le suman los valores correspondientes al gasto por depreciación anual que generará la compañía, el cual fue previamente calculado para la proyección de la cuenta propiedades, maquinarias y equipos (neto). (Ver Anexo 3.7)

- **(+) Amortización:** Se le suman los gastos anuales por amortización de activos, los cuales se proyectaron bajo el supuesto de que se mantendrán a razón del 33.88% respecto de la Depreciación. Se estableció este supuesto debido principalmente a la dificultad que representaba determinar los activos que generaban dichas amortizaciones, por lo cual, se optó por utilizar la tasa promedio de participación entre la amortización y la depreciación durante los años 2000 y 2003, puesto que durante dicho periodo dicha relación fue muy estable y regular; además de que ambos gastos no representan desembolsos de efectivo, sino mas bien, una deducción contable por costos ya incurridos.

- **(-) Inversión De Reposición (Adquisiciones A.F.):** Se le restan los futuros desembolsos de efectivo necesarios para la adquisición de nuevas propiedades, maquinarias y equipos que estén acorde con las políticas de crecimiento de la compañía y con la generación de ingresos futuros que sustenten dichas políticas. Estos desembolsos también fueron proyectados para la obtención de la cuenta propiedades, maquinarias y equipos (neto). (Ver Anexo 3.7)

- **(-) Aumentos (Disminuciones) De Capital De Trabajo:** Se restan los incrementos o se suman las disminuciones del capital de trabajo, el cual no es más que la diferencia entre los activos corrientes y los pasivos corrientes, es decir, el activo corriente neto. Es decir, que con esto se pretende no considerar en el flujo de caja libre todos aquellos recursos monetarios que serán necesarios para poder cubrir la actividad operacional diaria de la compañía, puesto que dichos recursos no se encuentran incluidos en el costo de ventas, en los gastos de administración y ventas u en otros gastos que afectan al Estado de Resultados. Para ello se considerarán los activos corrientes y los pasivos corrientes proyectados. (Ver Anexo 3.8)

A continuación se presentan en resumen los valores obtenidos para los flujos de caja libre proyectados para los periodos comprendidos entre el año 2004 y el año 2009, los cuales se encuentran detallados en el Anexo 3.9:

FLUJOS DE CAJA LIBRE PROYECTADOS (en miles de dólares)	
2004	20,066.32
2005	23,385.47
2006	25,356.87
2007	27,513.29
2008	29,881.65
2009	32,496.22

CAPÍTULO 4

ESTIMACIÓN DE LA TASA DE DESCUENTO Y VALORACIÓN FINANCIERA DE SUPERMERCADOS LA FAVORITA C.A.

4.1. DESARROLLO DEL CAPM PARA LA OBTENCIÓN DE LA TASA DE DESCUENTO DE SUPERMERCADOS LA FAVORITA C.A.

Una vez desarrollado el modelo se obtendrá la tasa de retorno esperada del capital propiedad de los accionistas. La rentabilidad obtenida será la mínima exigida para cualquier aplicación financiera en que se la utilice. De esta manera la Rentabilidad Esperada del Accionista según el modelo CAPM será:

$$R_{ei} = E(R_i) = R_f + \beta_u (E(R_m) - R_f) + R.P.EC$$

Siendo :

(β_u) = Beta de la cartera (Beta no apalancado) = 0.477

($E(R_m)$) = Rentabilidad Media de la Cartera de Mercado = 12.40%

(R_f) = Rentabilidad Libre de Riesgo = 4.34%

$(E(R_m) - R_f) = \text{Prima de Riesgo} = 8.06\%$

$R.P.EC = \text{Riesgo País Ecuador} = 7.34\%$

$(R_{ei}) = \text{Tasa de Retorno Esperada del Capital} = 15.52\%$

Beta de la cartera (β).- Es un coeficiente que mide el riesgo no diversificable o sistemático de un valor que no se puede eliminar al formar una cartera diversificada. El riesgo sistemático proviene de que en el conjunto de la economía, además del riesgo específico de una empresa o negocio, existen otros factores que amenazan a todos los negocios (como por ejemplo las tasas de inflación, acontecimientos políticos, etc.)

Inicialmente se intentó calcular el beta de la empresa por medio de un modelo econométrico que relacionara las acciones que cotizan en la Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG) de Supermercados La Favorita C.A. y el Índice de Rendimientos del mercado de valores ecuatoriano (IRECU). A pesar de que la empresa es una compañía con mayor presencia bursátil y con mayor información disponible, la información obtenida no fue suficiente para dicho cálculo.

Es por eso que para la obtención del beta se utilizó información proveniente del mercado norteamericano. Para nuestro caso en cuestión, se optó por buscar información de una empresa con similares características a la nuestra.

La cadena de Whole Foods Market fue escogida de entre las empresas que pertenecen a la Industria de Tiendas de Abarrotes (Grocery Store) debido a que posee y opera una de las mayores cadenas de supermercados de comidas naturales dentro de los Estados Unidos, muy similar a la posición que posee Supermercados La Favorita C.A. dentro del Ecuador, a pesar de la diferencia en el tamaño de ambas. La información recopilada para el desarrollo del modelo mantiene estricta relación entre la industria escogida y el mercado norteamericano.

El beta escogido es de 0.70, pero Supermercados La Favorita C.A. al no encontrarse financiada mediante deuda (con entidades financieras u otros acreedores a largo plazo), fue procedente e imprescindible obtener un beta sin apalancamiento (sin deuda). Es por ello que para calcular el beta no apalancado se utilizó la siguiente fórmula:

$$\beta = \beta_u \left[1 + \frac{D(1-T)}{E} \right]$$

donde,

(β) Beta del capital = 0.70

(T) Tasa de Impuesto = 0.33

(D/E) Deuda / Capital = 0.70

(β_u) Beta no apalancado = 0.477

Rentabilidad Media de la Cartera de Mercado ($E(R_m)$).- Es la rentabilidad esperada del mercado por todos los inversionistas dentro de una industria específica. Whole Foods Market pertenece a la Industria de Tiendas de Abarrotes (Grocery Store) y el Retorno del Patrimonio de esta industria (Return on Equity industry) es de 12.40%⁹.

Rentabilidad Libre de Riesgo (R_f).- Es el retorno de un activo financiero que no posee riesgo. La tasa libre de riesgo se la debe escoger tomando en consideración el tiempo de valoración del proyecto, esta puede ser una tasa a corto, mediano o largo plazo. Además se debe escoger una tasa que represente el mínimo riesgo posible para el proyecto. Algunos autores coinciden en que los instrumentos apropiados son los Bonos del Tesoro de EEUU. Se pudo haber optado por la tasa de los Bonos Globales del estado ecuatoriano, pero para concordancia con la información obtenida de la empresa norteamericana Whole Foods Market se escogió la tasa de interés promedio anual de los Bonos del Tesoro a 10 años.

⁹ Tomado de www.stockselector.com

El periodo se escogió en base al tiempo de proyección que es 6 años; así la tasa libre de riesgo obtenida fue del 4.34%¹⁰.

Riesgo País Ecuador (R.P.EC).- Es la calificación que se le da a un país dependiendo del riesgo que representa invertir en él. Básicamente indica la desconfianza de los mercados en la capacidad del estado de hacer frente a sus deudas y obligaciones, pero día a día varía guiado por otros factores que finalmente son los que influyen en esa capacidad de pago del estado. El nivel de riesgo país ecuatoriano obtenido del Banco Central del Ecuador es igual a 734.00 puntos básicos, lo cual se traduce a una tasa del 7.34%.

Así pues, una vez obtenidas las variables necesarias para el cálculo del CAPM, se pudo obtener una Tasa de Retorno Esperada del Capital del 15.52%, tal como consta en el Anexo 4.1.

4.2. APLICACIÓN DEL CAPM PARA EL CÁLCULO DEL FLUJO DE CAJA DESCONTADO

Luego de haber obtenido la Tasa de Rendimiento Esperada para los accionistas (Tasa de Retorno Esperada del Capital) se procedió a descontar los flujos de caja libre proyectados a valor presente, es decir, al 31 de

¹⁰ Se obtuvo de www.economagic.com

diciembre del año 2003. Para ello se tomaron los flujos de caja libre proyectados para el periodo 2004 - 2009 (obtenidos en el capítulo 3), y se los descontó a la Tasa de Retorno Esperada del Capital, de la siguiente manera:

FLUJOS DE CAJA LIBRE PROYECTADO (en miles de dólares)	
2004	20,066.32
2005	23,385.47
2006	25,356.87
2007	27,513.29
2008	29,881.65
2009	32,496.22

Luego, al aplicar la Tasa de Retorno Esperada del Capital del 15.52%, se los descuenta al 31 de diciembre del año 2003, obteniéndose lo siguiente:

FLUJOS DE CAJA LIBRE DESCONTADOS (en miles de dólares al 31 de diciembre del 2003)	
2004	17,370.43
2005	17,523.94
2006	16,448.41
2007	15,449.48
2008	14,525.08
2009	13,673.82
TOTAL 2004 - 2009	94,991.16

4.3. DETERMINACIÓN DEL VALOR FINANCIERO DE SUPERMERCADOS LA FAVORITA C.A.

Una vez obtenidos los flujos de caja libre descontados, se procedió a estimar el valor residual de la empresa, para lo cual se utilizó el modelo de valoración a perpetuidad. Para la aplicación de dicho método fue necesario obtener una tasa de crecimiento perpetua de las ventas netas, para lo cual, y suponiendo que dichas ventas mantendrán una relación estable con el comportamiento de la producción del país, se tomó como parámetro la tasa esperada de crecimiento del PIB del Ecuador para el año 2010, siendo ésta del 3% anual. Posteriormente, aplicando esta tasa de crecimiento al modelo de valoración a perpetuidad, y considerando además la Tasa de Retorno Esperada del Capital del 15.52%, se obtuvo el valor residual de la empresa al 31 de diciembre del año 2009, tal como se detalla a continuación:

$$V_{09} = \frac{32,496.22}{0.1552 - 0.03} (1 + 0.03) = 267,341.11$$

De igual forma, una vez obtenido el valor residual al 31 de diciembre del 2009, se procedió a descontarlo a la tasa de retorno esperado por los accionistas (Tasa de Retorno Esperada del Capital), y de esa forma obtener su valor al 31 de diciembre del 2003.

$$VP_{2003} = \frac{267,341.11}{(1 + 0.1552)^6} = 112,492.27$$

Así pues, el valor residual de la empresa obtenido al 31 de diciembre del 2003 es de US\$ 112,492.27 (miles de dólares).

Finalmente, sumando el total de los flujos de caja libre descontados, esto es, la cantidad de US\$ 94,991.16 (miles de dólares), con el valor residual de la empresa al 31 de diciembre del 2003, esto es, la cantidad de US\$ 112,492.27 (miles de dólares), se obtiene el Valor Financiero de la empresa, el cual asciende a la cantidad de US\$ 207,483.43 (miles de dólares). (Ver Anexo 3.9)

4.4. BREVE ESTIMACIÓN DEL VALOR DE SUPERMERCADOS LA FAVORITA C.A. BAJO OTROS MÉTODOS DE VALORACIÓN

VALORES DE SUPERMERCADOS LA FAVORITA (en miles de dólares al 31 de diciembre del 2003)	
Valor Contable	160,512.00
Valor de Mercado de las Acciones	321,750.00
Valor de Liquidación	198,281.29
Valor Financiero	207,483.43

En esta tabla se muestran los distintos valores que podrían ser obtenidos para Supermercados La Favorita mediante la aplicación de diferentes métodos de valoración. (Ver Anexo 4.2)

- ✓ Valor Contable.- Se obtiene del Balance General cortado al 31 de diciembre del 2003 del Patrimonio Neto de los Accionistas, esto es, tomando en consideración únicamente el Capital Social, las Reservas (de capital, legal y facultativa) y la Utilidad Neta generada en dicho ejercicio económico.
- ✓ Valor de Mercado de las Acciones.- Para obtener el valor de mercado de las acciones de la compañía se multiplicó el número de las acciones que poseía en circulación al 31 de diciembre del 2003, que fueron de 75 millones de acciones, por el precio unitario de cada acción cotizado en bolsa, que fue de US\$ 4.29. Así pues, dicho valor puede verse también como el patrimonio neto ajustado a valor de mercado, y es el valor que el mercado ecuatoriano percibía de la compañía al 31 de diciembre del 2003, cotizada en la Bolsa de Valores de Guayaquil (BVG).
- ✓ Valor de Liquidación: Se calcula deduciendo al valor de mercado de las acciones o patrimonio neto ajustado todos los gastos de liquidación del negocio (gastos de liquidación, gastos fiscales, y otros gastos propios de la liquidación). (Ver Anexo 4.2)

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

CONCLUSIONES

Luego de haber obtenido el valor financiero de Supermercados La Favorita, producto de la aplicación de un modelo de valoración de descuento de flujo de fondos libre, se puede decir que al 31 de diciembre del año 2003 la compañía, vista como una unidad económica generadora de fondos y recursos futuros, tiene aproximadamente un valor de US\$ 207,483.43 (miles de dólares), lo cual implica que si en esa fecha inversionistas extranjeros o potenciales compradores desearan adquirir los derechos sobre las acciones de la compañía debieran pagar dicha cantidad a sus accionistas.

Es importante recalcar que aunque el valor financiero refleja a la compañía como una gran fuente generadora de recursos, su valor podría ser superior tomando en consideración que para su estimación se establecieron supuestos que de alguna forma redujeron los flujos de caja libre proyectados; básicamente, al haberse tomado en cuenta las ventas netas efectuadas por la compañía durante los años 2002 y 2003, las cuales mostraron un crecimiento moderado, e incluso menor, al crecimiento que tuvieron las mismas durante años previos. Además, la tasa a la cual se descontaron

dichos flujos se ve incrementada por el riesgo país de Ecuador, lo cual también fue un factor que castigó al valor financiero obtenido.

Así mismo, hay que recalcar que para la aplicación del modelo de valoración escogido fue necesario el establecimiento de supuestos que facilitaran dicho proceso, puesto que a pesar de que Supermercados La Favorita C.A. es una de las compañías con mayor información disponible en el Ecuador, en algunos casos existían limitaciones para conseguir la misma, en otros casos ni siquiera existía la información o simplemente no podía ser utilizada de forma coherente con los modelos aplicados, factores que de una u otra forma influyen en el valor financiero de la compañía. Es por esto, que consideramos que este modelo aplicado de valoración puede ser utilizado principalmente como una base para la valoración de empresas de similares características, puesto que aunque su metodología es fácilmente aplicable, hay que considerar los diferentes factores y circunstancias dentro de las cuales se encuentre enmarcada una determinada empresa, para poder valorarla correctamente.

Podemos agregar también, que el valor obtenido mediante el flujo de fondos libre (free cash flow) es mayor al Valor de Liquidación de la empresa y menor al Valor de Mercado de sus Acciones (Valor del Patrimonio Neto Ajustado). Al ser una compañía percibida como muy rentable, y al mismo tiempo conocida en el medio, su valor en el mercado ecuatoriano va a ser muy alto.

Además, hay que indicar que el valor financiero obtenido es bastante superior al valor contable de la empresa, lo cual es lógico puesto que los valores en libros son estáticos y no consideran los valores de mercado, ni los flujos futuros que puede generar la empresa.

RECOMENDACIONES

El Tratado de Libre Comercio (TLC) traerá consigo cambios que afectarán a la economía ecuatoriana tanto en los precios de productos así como en la calidad de estos. Ciertamente, Supermercados La Favorita C.A. se verá afectada por estos cambios, ya que en el Ecuador se importarán productos norteamericanos de excelente calidad a precios más bajos para el consumidor. Al ocurrir esto, la empresa se verá forzada a comercializar con productos extranjeros que reemplazarán a los nacionales.

Es por esta razón que deben comenzar a formalizar lazos comerciales con empresas extranjeras, cuyos productos entrarían dentro del TLC, para así entablar alianzas estratégicas que eviten que la competencia se les adelante. La idea es que los nuevos productos norteamericanos se puedan posicionar en la mente de nuestros consumidores como productos que solo podrán ser adquiridos en las empresas o filiales de Supermercados La Favorita.

Además, se deberían concertar acuerdos o negociar con proveedores locales para obligar a mejorar la calidad y los precios de sus productos para que las empresas locales, una vez firmado el TLC, puedan estar en similares condiciones que sus similares norteamericanas; este accionar evitaría que sus productos dejen de ser comercializados por medio de los supermercados y filiales de Supermercados La Favorita y así no dañar a la industria ecuatoriana, lo cual afectaría al país.

Una vez firmado el TLC, la compañía debería optar por cerrar Super Despensas Akí, y reubicar a su personal, ya que los productos que se expenden en estos locales son a precios bajos para un segmento popular de la población. No habría sentido mantener este tipo de filiales, precios bajos para segmentos populares, dentro de Supermercados La Favorita C.A.

BIBLIOGRAFÍA

1. "Principios de Finanzas Corporativas", Cuarta Edición, Richard A. Brealey & Stewart C. Myers
2. "Fundamentos de Administración Financiera", Décima Edición, J. Fred Weston & Eugene F. Brigham
3. "Valoración de Empresas", Segunda Edición, Pablo Fernández
4. "Finanzas", Zvi Bodie & Robert C. Merton
5. "Fundamentos de Administración Financiera", Octava Edición, James C. Van Horne & John M. Wachowicz
6. www.stockselector.com
7. www.bce.fin.ec

ANEXO 3.1

ANÁLISIS VERTICAL Y HORIZONTAL DE ESTADOS DE RESULTADOS

	AÑO 2000 (MILES DE DÓLARES)	% SOBRE VENTAS NETAS	AÑO 2001 (MILES DE DÓLARES)	% SOBRE VENTAS NETAS	% CRECIMIEN 2000 - 2001	AÑO 2002 (MILES DE DÓLARES)	% SOBRE VENTAS NETAS	% CRECIMIEN 2001 - 2002
VENTAS NETAS	\$245,788.00	100.00%	\$385,952.00	100.00%	57.03%	\$461,255.00	100.00%	19.51%
(-) Costo De Ventas	\$209,062.00	85.06%	\$324,022.00	83.95%	54.99%	\$386,842.00	83.87%	19.39%
Utilidad Bruta En Ventas	\$36,726.00	14.94%	\$61,930.00	16.05%	68.63%	\$74,413.00	16.13%	20.16%
Otros Ingresos Operacionales	\$6,908.00	2.81%	\$12,062.00	3.13%	74.61%	\$17,667.00	3.83%	46.47%
(-) Gastos De Administración Y Ventas	\$26,364.00	10.73%	\$43,231.00	11.20%	63.98%	\$55,473.00	12.03%	28.32%
Utilidad De Operaciones	\$17,270.00	7.03%	\$30,761.00	7.97%	78.12%	\$36,607.00	7.94%	19.00%
Otros Ingresos (Gastos):								
Ingresos Financieros	\$1,168.00	0.48%	\$1,674.00	0.43%	43.32%	\$1,601.00	0.35%	-4.36%
(-) Gastos Financieros (Neto)	\$88.00	0.04%	\$202.00	0.05%	129.55%	\$1,272.00	0.28%	529.70%
Ganancia En Cambio (Neto)	\$2,314.00	0.94%	\$0.00	0.00%	-100.00%	\$0.00	0.00%	
Resultado Por Exposición A La Inflación - REI (Neto)	\$956.00	0.39%	\$0.00	0.00%	-100.00%	\$0.00	0.00%	
(-) Impuesto A La Circulación De Capitales	\$2,260.00	0.92%	\$0.00	0.00%	-100.00%	\$0.00	0.00%	
Otros Ingresos (Neto)	\$45.00	0.02%	\$79.00	0.02%	75.56%	\$615.00	0.13%	678.48%
Total Otros ingresos (Gastos)	\$2,135.00	0.87%	\$1,551.00	0.40%	-27.35%	\$944.00	0.20%	-39.14%
Utilidad Antes De Participación A Trabajadores, Bonificaciones A Funcionarios E Impuesto A La Renta	\$19,405.00	7.90%	\$32,312.00	8.37%	66.51%	\$37,551.00	8.14%	16.21%
Menos:								
Participación A Trabajadores	\$2,911.00	1.18%	\$4,847.00	1.26%	66.51%	\$5,633.00	1.22%	16.22%
Bonificación A Funcionarios	\$970.00	0.39%	\$1,616.00	0.42%	66.60%	\$1,877.00	0.41%	16.15%
Impuesto A La Renta	\$3,830.00	1.56%	\$3,844.00	1.00%	0.37%	\$4,976.00	1.08%	29.45%
Total	\$7,711.00	3.14%	\$10,307.00	2.67%	33.67%	\$12,486.00	2.71%	21.14%
UTILIDAD NETA	\$11,694.00	4.76%	\$22,005.00	5.70%	88.17%	\$25,065.00	5.43%	13.91%

AÑO 2003 (MILES DE DÓLARES)	% SOBRE VENTAS NETAS	% CRECIMIEN 2002 - 2003
-----------------------------------	----------------------------	----------------------------

VENTAS NETAS	\$505,706.00	100.00%	9.64%
(-) Costo De Ventas	\$416,410.00	82.34%	7.64%
Utilidad Bruta En Ventas	\$89,296.00	17.66%	20.00%
Otros Ingresos Operacionales	\$20,747.00	4.10%	17.43%
(-) Gastos De Administración Y Ventas	\$65,887.00	13.03%	18.77%
Utilidad De Operaciones	\$44,156.00	8.73%	20.62%
Otros Ingresos (Gastos):			
Ingresos Financieros	\$835.00	0.17%	-47.85%
(-) Gastos Financieros (Neto)	\$1,154.00	0.23%	-9.28%
Ganancia En Cambio (Neto)	\$0.00	0.00%	
Resultado Por Exposición A La Inflación - REI (Neto)	\$0.00	0.00%	
(-) Impuesto A La Circulación De Capitales	\$0.00	0.00%	
Otros Ingresos (Neto)	\$1,983.00	0.39%	222.44%
Total Otros Ingresos (Gastos)	\$1,664.00	0.33%	76.27%
Utilidad Antes De Participación A Trabajadores, Bonificaciones A Funcionarios E Impuesto A La Renta	\$45,820.00	9.06%	22.02%
Menos:			
Participación A Trabajadores	\$6,873.00	1.36%	22.01%
Bonificación A Funcionarios	\$2,291.00	0.45%	22.06%
Impuesto A La Renta	\$5,982.00	1.18%	20.22%
Total	\$15,146.00	3.00%	21.30%
UTILIDAD NETA	\$30,674.00	6.07%	22.38%

% PROMEDIO SOBRE VENTAS NETAS (2002- 2003)	% PROMEDIO SOBRE VENTAS NETAS (2001- 2003)	% PROMEDIO SOBRE VENTAS NETAS (2000- 2003)
--	--	--

100.00%	100.00%	100.00%
83.10%	83.39%	83.81%
16.90%	16.61%	16.19%
3.97%	3.69%	3.47%
12.53%	12.09%	11.75%
8.33%	8.21%	7.92%
0.26%	0.32%	0.36%
0.25%	0.19%	0.15%
0.00%	0.00%	0.24%
0.00%	0.00%	0.10%
0.00%	0.00%	0.23%
0.26%	0.18%	0.14%
0.27%	0.31%	0.45%
8.60%	8.52%	8.37%
1.29%	1.28%	1.26%
0.43%	0.43%	0.42%
1.13%	1.09%	1.20%
2.85%	2.79%	2.88%
5.75%	5.73%	5.49%

ANEXO 3.2
ANÁLISIS VERTICAL Y HORIZONTAL DE BALANES GENERALES

AÑO 2000 (MILES DE DÓLARES)	% SOBRE TOTAL DE ACTIVOS
-----------------------------------	--------------------------------

AÑO 2001 (MILES DE DÓLARES)	% SOBRE TOTAL DE ACTIVOS	% CRECIMIEN 2000 - 2001
-----------------------------------	--------------------------------	----------------------------

AÑO 2002 (MILES DE DÓLARES)	% SOBRE TOTAL DE ACTIVOS	% CRECIMIEN 2001 - 2002
-----------------------------------	--------------------------------	----------------------------

ACTIVOS

Activos Corrientes:

Caja y Bancos	\$310.00	0.20%
Inversiones Temporales	\$7,100.00	4.69%
Cuentas Por Cobrar Comerciales	\$10,603.00	7.00%
Cuentas Por Cobrar A Compañías Relacionadas	\$10,422.00	6.88%
Inventarios	\$27,673.00	18.26%
Gastos Anticipados Y Otras Cuentas Por Cobrar	\$10,868.00	7.17%
Total Activos Corrientes	\$66,976.00	44.20%

Propiedades, Maquinaria Y Equipo	\$47,223.00	31.16%
----------------------------------	-------------	--------

Inversiones Permanentes	\$17,902.00	11.81%
-------------------------	-------------	--------

Otros Activos	\$19,439.00	12.83%
---------------	-------------	--------

TOTAL ACTIVOS	\$151,540.00	100.00%
----------------------	---------------------	----------------

PASIVOS Y PATRIMONIO

Pasivos Corrientes:

Obligaciones Por Pagar A Bancos	\$0.00	0.00%
Proveedores	\$30,203.00	19.93%
Participación A Trabajadores	\$2,911.00	1.92%
Impuesto A La Renta Por Pagar	\$2,543.00	1.68%
Otros Gastos Acumulados Y Otras Cuentas Por Pagar	\$5,130.00	3.39%
Total Pasivos Corrientes	\$40,787.00	26.92%

Provisión Para Jubilación	\$249.00	0.16%
---------------------------	----------	-------

Total Pasivos	\$41,036.00	27.08%
---------------	-------------	--------

Patrimonio De Los Accionistas:

Capital Social	\$10,000.00	6.60%
Reserva De Capital	\$40,777.00	26.91%
Reserva Legal	\$2,652.00	1.75%
Reserva Facultativa	\$45,381.00	29.95%
Utilidad Neta	\$11,694.00	7.72%

Total Patrimonio De Los Accionistas	\$110,504.00	72.92%
-------------------------------------	--------------	--------

TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO	\$151,540.00	100.00%
-----------------------------------	---------------------	----------------

\$909.00	0.49%	193.23%
\$9,200.00	4.93%	29.58%
\$14,871.00	7.97%	40.25%
\$13,020.00	6.98%	24.93%
\$31,392.00	16.83%	13.44%
\$18,235.00	9.78%	67.79%
\$87,627.00	46.98%	30.83%

\$55,510.00	29.76%	17.55%
-------------	--------	--------

\$22,249.00	11.93%	24.28%
-------------	--------	--------

\$21,146.00	11.34%	8.78%
-------------	--------	-------

\$186,532.00	100.00%	23.09%
---------------------	----------------	---------------

\$0.00	0.00%	
\$45,388.00	24.33%	50.28%
\$4,847.00	2.60%	66.51%
\$1,277.00	0.68%	-49.78%
\$7,478.00	4.01%	45.77%
\$58,990.00	31.62%	44.63%

\$533.00	0.29%	114.06%
----------	-------	---------

\$59,523.00	31.91%	45.05%
-------------	--------	--------

\$10,000.00	5.36%	0.00%
\$40,777.00	21.86%	0.00%
\$3,822.00	2.05%	44.12%
\$50,405.00	27.02%	11.07%
\$22,005.00	11.80%	88.17%

\$127,009.00	68.09%	14.94%
--------------	--------	--------

\$186,532.00	100.00%	23.09%
---------------------	----------------	---------------

\$616.00	0.27%	-32.23%
\$300.00	0.13%	-96.74%
\$18,087.00	8.03%	21.63%
\$8,131.00	3.61%	-37.55%
\$48,867.00	21.70%	55.67%
\$12,488.00	5.54%	-31.52%
\$88,489.00	39.29%	0.98%

\$96,927.00	43.03%	74.61%
-------------	--------	--------

\$20,098.00	8.92%	-9.67%
-------------	-------	--------

\$19,721.00	8.76%	-6.74%
-------------	-------	--------

\$225,235.00	100.00%	20.75%
---------------------	----------------	---------------

\$12,000.00	5.33%	
\$54,473.00	24.18%	20.02%
\$5,637.00	2.50%	16.30%
\$2,512.00	1.12%	96.71%
\$8,423.00	3.74%	12.64%
\$83,045.00	36.87%	40.78%

\$852.00	0.38%	59.85%
----------	-------	--------

\$83,897.00	37.25%	40.95%
-------------	--------	--------

\$50,000.00	22.20%	400.00%
\$22,489.00	9.98%	-44.85%
\$3,822.00	1.70%	0.00%
\$39,962.00	17.74%	-20.72%
\$25,065.00	11.13%	13.91%

\$141,338.00	62.75%	11.28%
--------------	--------	--------

\$225,235.00	100.00%	20.75%
---------------------	----------------	---------------

AÑO 2003 (MILES DE DÓLARES)	% SOBRE TOTAL DE ACTIVOS	% CRECIMIENTO 2002 - 2003
-----------------------------------	--------------------------------	------------------------------

% PROMEDIO SOBRE TOTAL ACTIVOS (2002- 2003)	% PROMEDIO SOBRE TOTAL ACTIVOS (2001- 2003)	% PROMEDIO SOBRE TOTAL ACTIVOS (2000- 2003)
---	---	---

ACTIVOS

Activos Corrientes:			
Caja y Bancos	\$2,256.00	0.90%	266.23%
Inversiones Temporales	\$450.00	0.18%	50.00%
Cuentas Por Cobrar Comerciales	\$25,517.00	10.16%	41.08%
Cuentas Por Cobrar A Compañías Relacionadas	\$9,904.00	3.94%	21.81%
Inventarios	\$52,864.00	21.05%	8.18%
Gastos Anticipados Y Otras Cuentas Por Cobrar	\$11,792.00	4.70%	-5.57%
Total Activos Corrientes	\$102,783.00	40.93%	16.15%
Propiedades, Maquinaria Y Equipo	\$107,429.00	42.78%	10.83%
Inversiones Permanentes	\$20,273.00	8.07%	0.87%
Otros Activos	\$20,641.00	8.22%	4.67%
TOTAL ACTIVOS	\$251,126.00	100.00%	11.50%
<u>PASIVOS Y PATRIMONIO</u>			
Pasivos Corrientes:			
Obligaciones Por Pagar A Bancos	\$5,000.00	1.99%	-58.33%
Proveedores	\$58,152.00	23.16%	6.75%
Participación A Trabajadores	\$6,875.00	2.74%	21.96%
Impuesto A La Renta Por Pagar	\$3,251.00	1.29%	29.42%
Otros Gastos Acumulados Y Otras Cuentas Por Pagar	\$14,777.00	5.88%	75.44%
Total Pasivos Corrientes	\$88,055.00	35.06%	6.03%
Provisión Para Jubilación	\$2,559.00	1.02%	200.35%
Total Pasivos	\$90,614.00	36.08%	8.01%
Patrimonio De Los Accionistas:			
Capital Social	\$75,000.00	29.87%	50.00%
Reserva De Capital	\$22,489.00	8.96%	0.00%
Reserva Legal	\$3,822.00	1.52%	0.00%
Reserva Facultativa	\$28,527.00	11.36%	-28.61%
Utilidad Neta	\$30,674.00	12.21%	22.38%
Total Patrimonio De Los Accionistas	\$160,512.00	63.92%	13.57%
TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO	\$251,126.00	100.00%	11.50%

	0.59%	0.55%	0.47%
	0.16%	1.75%	2.48%
	9.10%	8.72%	8.29%
	3.78%	4.84%	5.35%
	21.37%	19.86%	19.46%
	5.12%	6.67%	6.80%
	40.11%	42.40%	42.85%
	42.91%	38.52%	36.68%
	0.00%	0.00%	
	8.50%	9.64%	10.18%
	0.00%	0.00%	
	8.49%	9.44%	10.28%
	100.00%	100.00%	100.00%
	3.66%	2.44%	1.83%
	23.67%	23.89%	22.90%
	2.62%	2.61%	2.44%
	1.20%	1.03%	1.19%
	4.81%	4.54%	4.25%
	35.97%	34.52%	32.62%
	0.70%	0.56%	0.46%
	36.67%	35.08%	33.08%
	26.03%	19.14%	16.01%
	9.47%	13.60%	16.93%
	1.61%	1.76%	1.75%
	14.55%	18.71%	21.52%
	11.67%	11.71%	10.71%
	63.33%	64.92%	66.92%
	100.00%	100.00%	100.00%

ANEXO 3.3

PRINCIPALES RATIOS FINANCIERAS

AÑO 2000	AÑO 2001	AÑO 2002	AÑO 2003
----------	----------	----------	----------

RATIO PROMEDIO 2000 - 2003	RATIO PROMEDIO 2001 - 2003	RATIO PROMEDIO 2002 - 2003
----------------------------------	----------------------------------	----------------------------------

RAZONES DE LIQUIDEZ:

Razón Circulante	1.64	1.49	1.07	1.17
Razón de la Prueba Ácida	0.96	0.95	0.48	0.57

1.34	1.24	1.12
0.74	0.67	0.52

RAZONES DE APALANCAMIENTO:

Razón Pasivos Totales a Activos Totales (Razón de Endeudamiento)	0.27	0.32	0.37	0.36
Razón Pasivos Totales a Patrimonio	0.37	0.47	0.59	0.56

0.33	0.35	0.37
0.50	0.54	0.58

RAZONES DE COBERTURA:

Razón de Rotación de Intereses a Utilidades (Razón de Cobertura de Intereses)	221.51	160.96	30.52	40.71
---	--------	--------	-------	-------

113.42	77.40	35.61
--------	-------	-------

RAZONES DE ACTIVIDAD:

Rotación de Cuentas por Cobrar Comerciales (en días)	15.75	14.06	14.31	18.42
Rotación de Cuentas por Cobrar Comerciales	23.18	25.95	25.50	19.82

15.63	15.60	16.36
23.61	23.76	22.66

Rotación de Cuentas por Cobrar A Compañías Relacionadas (en días)

Rotación de Cuentas por Cobrar A Compañías Relacionadas	15.48	12.31	6.43	7.15
	23.58	29.64	56.73	51.06

10.34	8.63	6.79
40.25	45.81	53.89

Rotación de Inventarios (en días)

Rotación de Inventarios (contra Costo de Ventas)	48.31	35.36	46.11	46.34
	7.55	10.32	7.92	7.88

44.03	42.60	46.22
8.42	8.71	7.90

Rotación de Activos Fijos

Rotación de Activos Totales	2.91	3.90	3.37	3.41
	1.62	2.07	2.05	2.01

3.40	3.56	3.39
1.94	2.04	2.03

RAZONES DE RENTABILIDAD:

Rentabilidad de las Ventas Netas	0.15	0.16	0.16	0.18
Rentabilidad sobre la Inversión (ROA)	0.13	0.17	0.17	0.19
Rentabilidad sobre el Patrimonio (ROE)	0.11	0.17	0.18	0.19
Rentabilidad sobre los Activos Totales (ROI)	0.08	0.12	0.11	0.12

0.16	0.17	0.17
0.17	0.18	0.18
0.16	0.18	0.18
0.11	0.12	0.12

OTRAS RELACIONES:

Costo de Ventas a Proveedores	6.92	7.14	7.10	7.16
-------------------------------	------	------	------	------

7.08	7.13	7.13
------	------	------

ANEXO 3.4

VENTAS MENSUALES Y ANUALES REALES Y PROYECTADAS

	VENTAS REALES (MILES DE DÓLARES)				RELACIÓN VENTAS PORMEDIO	% CRECIMIENTO VENTAS MENSUALES	VENTAS 2004	VENTAS PROYECTADAS (MILES DE DÓLARES)				
	2000	2001	2002	2003				2004	2005	2006	2007	2008
VENTAS NETAS ANUALES (MILES DE DÓLARES)	\$245,788.00	\$385,952.00	\$461,255.00	\$505,706.00			\$560,768.679	\$617,405.966	\$679,945.630	\$749,019.974	\$825,330.783	\$909,657.147
RELACIÓN VENTAS ANUALES CON VENTAS MENSUALES	0.974	0.972	0.965	0.969	0.970		0.970	0.970	0.970	0.970	0.970	0.970
VENTAS MENSUALES (MILES DE DÓLARES)	\$252,363.45	\$397,087.97	\$477,794.11	\$521,719.03			\$578,023.84	\$636,403.89	\$700,867.93	\$772,067.73	\$850,726.66	\$937,647.80
Enero	\$11,975.78	\$24,939.73	\$32,931.94	\$38,275.04		5.79%	\$36,497.37	\$38,610.60	\$40,846.19	\$43,211.23	\$45,713.20	\$48,360.04
Febrero	\$13,010.09	\$25,885.43	\$31,827.19	\$37,172.17		14.04%	\$41,370.21	\$47,180.09	\$53,805.89	\$61,362.19	\$69,979.68	\$79,807.36
Marzo	\$14,166.36	\$28,414.12	\$36,825.58	\$40,938.79		10.40%	\$44,880.33	\$49,547.28	\$54,699.53	\$60,387.55	\$66,667.05	\$73,599.53
Abril	\$17,392.36	\$28,941.37	\$36,229.82	\$40,295.02		9.98%	\$43,817.36	\$48,190.77	\$53,000.69	\$58,290.69	\$64,108.68	\$70,507.36
Mayo	\$18,693.40	\$31,518.12	\$38,593.62	\$42,513.36		11.51%	\$47,980.72	\$53,502.54	\$59,659.82	\$66,525.71	\$74,181.76	\$82,718.89
Junio	\$19,199.35	\$31,267.95	\$38,294.83	\$40,336.10		8.14%	\$44,748.72	\$48,389.03	\$52,325.49	\$56,582.18	\$61,185.15	\$66,162.57
Julio	\$21,207.36	\$31,253.74	\$37,339.34	\$40,796.97		11.38%	\$46,300.54	\$51,567.27	\$57,433.09	\$63,966.15	\$71,242.36	\$79,346.24
Agosto	\$20,449.39	\$30,765.41	\$38,913.05	\$41,803.30		8.99%	\$46,213.76	\$50,367.91	\$54,895.47	\$59,830.02	\$65,208.13	\$71,069.68
Septiembre	\$22,562.96	\$32,542.33	\$37,996.16	\$40,482.08		10.45%	\$46,292.07	\$51,128.33	\$56,469.85	\$62,369.42	\$68,885.33	\$76,081.97
Octubre	\$24,413.73	\$34,501.65	\$39,630.21	\$42,764.49		10.79%	\$48,606.95	\$53,849.40	\$59,657.26	\$66,091.53	\$73,219.75	\$81,116.79
Noviembre	\$26,100.52	\$38,258.35	\$41,687.95	\$45,293.76		10.82%	\$51,174.80	\$56,710.31	\$62,844.59	\$69,642.40	\$77,175.53	\$85,523.51
Diciembre	\$43,192.15	\$58,799.76	\$67,524.42	\$71,047.95		9.01%	\$80,141.00	\$87,360.35	\$95,230.04	\$103,808.66	\$113,160.06	\$123,353.87
% CRECIMIENTO VENTAS NETAS ANUALES							10.89%	10.10%	10.13%	10.16%	10.19%	10.22%

ANEXO 3.5
PROYECCIÓN DEL IMPUESTO A LA RENTA

PROVISIÓN IMPUESTO A LA RENTA CARGADO AL BALANCE GENERAL (MILES DE DÓLARES)					
2004	2005	2006	2007	2008	2009

Saldo al comienzo del año
 (+) Provisión del año
 (-) Pagos efectuados
 Saldo al fin del año

<u>\$3,251.00</u>	<u>\$4,129.39</u>	<u>\$5,083.10</u>	<u>\$6,115.70</u>	<u>\$7,229.89</u>	<u>\$8,426.97</u>
\$6,214.28	\$6,747.07	\$7,305.27	\$7,882.46	\$8,468.86	\$9,050.19
\$5,335.89	\$5,793.37	\$6,272.66	\$6,768.27	\$7,271.78	\$7,770.94
<u>\$4,129.39</u>	<u>\$5,083.10</u>	<u>\$6,115.70</u>	<u>\$7,229.89</u>	<u>\$8,426.97</u>	<u>\$9,706.22</u>

CÁLCULO IMPUESTO A LA RENTA CARGADO AL ESTADO DE RESULTADOS (MILES DE DÓLARES)					
2004	2005	2006	2007	2008	2009

Utilidad Neta de Participación a Trabajadores y Bonificación a Funcionarios
 (-) Gastos no Deducibles
 (+) Ingresos Exentos
 Utilidad Gravable
 (-) Utilidad a Reinvertir y Capitalizar
 Saldo Utilidad Gravable
 Impuesto a la Renta (Provisión año)
 Impuesto a la Renta Causado (25% de Utilidad Gravable + 15% Utilidad a Reinvertir)

<u>\$39,124.83</u>	<u>\$43,107.20</u>	<u>\$47,512.65</u>	<u>\$52,389.80</u>	<u>\$57,794.21</u>	<u>\$63,789.91</u>
\$778.80	\$934.56	\$1,121.47	\$1,345.77	\$1,614.92	\$1,937.90
\$2,398.50	\$3,118.05	\$4,053.47	\$5,269.50	\$6,850.36	\$8,905.46
<u>\$37,505.13</u>	<u>\$40,923.71</u>	<u>\$44,580.65</u>	<u>\$48,466.06</u>	<u>\$52,558.77</u>	<u>\$56,822.35</u>
\$31,620.04	\$34,838.53	\$38,398.94	\$42,340.57	\$46,708.33	\$51,553.95
\$5,885.08	\$6,085.18	\$6,181.71	\$6,125.49	\$5,850.44	\$5,268.39
\$6,214.28	\$6,747.07	\$7,305.27	\$7,882.46	\$8,468.86	\$9,050.19
<u>\$6,214.28</u>	<u>\$6,747.07</u>	<u>\$7,305.27</u>	<u>\$7,882.46</u>	<u>\$8,468.86</u>	<u>\$9,050.19</u>

ANEXO 3.6
ESTADOS RESULTADOS PROYECTADOS

PROYECCIÓN DE ESTADOS DE RESULTADOS (MILES DE DÓLARES)					
2004	2005	2006	2007	2008	2009

	<u>\$560,768.679</u>	<u>\$617,405.966</u>	<u>\$679,945.630</u>	<u>\$749,019.974</u>	<u>\$825,330.783</u>	<u>\$909,657.147</u>
<u>Ventas Netas</u>						
<i>(-) Costo De Ventas</i>	\$466,025.65	\$513,093.95	\$565,067.40	\$622,471.49	\$685,889.43	\$755,968.68
Utilidad Bruta En Ventas	\$94,743.03	\$104,312.02	\$114,878.23	\$126,548.48	\$139,441.35	\$153,688.46
<i>Otros Ingresos Operacionales</i>	\$22,242.28	\$24,488.74	\$26,969.31	\$29,709.07	\$32,735.85	\$36,080.57
<i>(-) Gastos De Administración Y Ventas</i>	\$70,251.00	\$77,346.31	\$85,181.05	\$93,834.42	\$103,394.36	\$113,958.45
Utilidad De Operaciones	\$46,734.31	\$51,454.45	\$56,666.49	\$62,423.12	\$68,782.85	\$75,810.58
Otros Ingresos (Gastos):						
Ingresos Financieros	\$1,385.85	\$1,564.30	\$1,771.43	\$2,014.43	\$2,303.28	\$2,651.98
(-) Gastos Financieros (Neto)	\$1,413.04	\$1,555.76	\$1,713.34	\$1,887.40	\$2,079.69	\$2,292.18
Ganancia En Cambio (Neto)	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00
Resultado Por Exposición A La Inflación - REI (Neto)	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00
(-) Impuesto A La Circulación De Capitales	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00	\$0.00
Otros Ingresos (Neto)	\$2,198.91	\$2,421.00	\$2,666.24	\$2,937.10	\$3,236.33	\$3,566.99
<i>Total Otros Ingresos (Gastos)</i>	<i>\$2,171.72</i>	<i>\$2,429.55</i>	<i>\$2,724.32</i>	<i>\$3,064.12</i>	<i>\$3,459.91</i>	<i>\$3,926.80</i>
Utilidad Antes De Participación A Trabajadores, Bonificaciones A Funcionarios E Impuesto A La Renta	\$48,906.03	\$53,884.00	\$59,390.81	\$65,487.25	\$72,242.76	\$79,737.38
Menos:						
Participación A Trabajadores	\$7,335.90	\$8,082.60	\$8,908.62	\$9,823.09	\$10,836.41	\$11,960.61
Bonificación A Funcionarios	\$2,445.30	\$2,694.20	\$2,969.54	\$3,274.36	\$3,612.14	\$3,986.87
Impuesto A La Renta	\$6,214.28	\$6,747.07	\$7,305.27	\$7,882.46	\$8,468.86	\$9,050.19
<i>Total</i>	<i>\$15,995.48</i>	<i>\$17,523.87</i>	<i>\$19,183.43</i>	<i>\$20,979.91</i>	<i>\$22,917.41</i>	<i>\$24,997.67</i>
UTILIDAD NETA	\$32,910.55	\$36,360.12	\$40,207.38	\$44,507.34	\$49,325.35	\$54,739.71

ANEXO 3.7
PROYECCIÓN DE ALGUNAS CUENTAS DEL BALANCE GENERAL

PROYECCIÓN DE GASTOS ANTICIPADOS Y OTRAS CUENTAS POR COBRAR					
--	--	--	--	--	--

2004	2005	2006	2007	2008	2009
------	------	------	------	------	------

Proveedores del exterior	\$10,000.00	\$10,000.00	\$10,000.00	\$10,000.00	\$10,000.00	\$10,000.00
Ejecutivos y empleados	\$669.19	\$746.11	\$831.88	\$927.50	\$1,034.12	\$1,152.99
Otros gastos anticipados y otras cuentas por cobrar	\$1,603.26	\$1,787.56	\$1,993.04	\$2,222.14	\$2,477.58	\$2,762.37
Total Gastos Anticipados y Otras Cuentas por Cobrar	\$12,272.44	\$12,533.66	\$12,824.91	\$13,149.64	\$13,511.69	\$13,915.37

PROYECCIÓN DE PROPIEDADES, MAQUINARIAS Y EQUIPOS					
---	--	--	--	--	--

2004	2005	2006	2007	2008	2009
------	------	------	------	------	------

Total Propiedades Maquinarias y Equipos:	\$157,915.18	\$180,598.37	\$206,539.80	\$236,207.51	\$270,136.74	\$308,939.61
(-) Depreciación Acumulada	\$38,639.76	\$47,774.89	\$58,222.21	\$70,170.20	\$83,834.42	\$99,461.38
Propiedades Maquinarias y Equipos Neto:	\$119,275.42	\$132,823.47	\$148,317.59	\$166,037.31	\$186,302.32	\$209,478.23
Saldos netos al comienzo del año	\$107,429.00	\$119,275.42	\$132,823.47	\$148,317.59	\$166,037.31	\$186,302.32
(+) Adquisiciones	\$19,891.75	\$22,747.11	\$26,012.62	\$29,747.19	\$34,018.21	\$38,902.72
(-) Ventas y/o retiros	\$57.57	\$63.92	\$71.18	\$79.49	\$88.98	\$99.84
(-) Depreciación	\$7,987.76	\$9,135.13	\$10,447.32	\$11,947.99	\$13,664.22	\$15,626.97
Saldos netos al fin del año	\$119,275.42	\$132,823.47	\$148,317.59	\$166,037.31	\$186,302.32	\$209,478.23

PROYECCIÓN DE INVERSIONES PERMANENTES					
--	--	--	--	--	--

2004	2005	2006	2007	2008	2009
------	------	------	------	------	------

Saldo neto al comienzo del año	\$20,273.00	\$22,659.38	\$25,326.66	\$28,307.92	\$31,640.11	\$35,364.53
(+) Adquisiciones	\$2,509.92	\$2,805.37	\$3,135.60	\$3,504.69	\$3,917.24	\$4,378.35
(-) Ventas	\$123.54	\$138.09	\$154.34	\$172.51	\$192.81	\$215.51
Saldo neto al fin del año	\$22,659.38	\$25,326.66	\$28,307.92	\$31,640.11	\$35,364.53	\$39,527.37

ANEXO 3.8
PROYECCIÓN DEL CAPITAL DE TRABAJO

PROYECCIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS CORRIENTES Y DEL CAPITAL DE TRABAJO					
2004	2005	2006	2007	2008	2009

ACTIVOS CORRIENTES:

Caja y Bancos	\$1,636.39	\$4,077.41	\$6,775.03	\$9,701.84	\$12,795.31	\$15,937.60
Inversiones Temporales	\$675.00	\$1,012.50	\$1,518.75	\$2,278.13	\$3,417.19	\$5,125.78
Cuentas Por Cobrar Comerciales	\$28,295.36	\$31,153.18	\$34,308.81	\$37,794.18	\$41,644.68	\$45,899.64
Cuentas Por Cobrar A Compañías Relacionadas	\$10,404.96	\$11,455.85	\$12,616.26	\$13,897.93	\$15,313.86	\$16,878.52
Inventarios	\$59,015.89	\$64,976.46	\$71,558.20	\$78,827.65	\$86,858.68	\$95,733.28
Gastos Anticipados Y Otras Cuentas Por Cobrar	\$12,272.44	\$12,533.66	\$12,824.91	\$13,149.64	\$13,511.69	\$13,915.37
Total Activos Corrientes	\$112,300.05	\$125,209.05	\$139,601.97	\$155,649.36	\$173,541.42	\$193,490.19

PASIVOS CORRIENTES:

Proveedores	\$65,815.66	\$72,463.01	\$79,803.09	\$87,910.13	\$96,866.49	\$106,763.61
Participación A Trabajadores	\$7,335.90	\$8,082.60	\$8,908.62	\$9,823.09	\$10,836.41	\$11,960.61
Impuesto A La Renta Por Pagar	\$4,129.39	\$5,083.10	\$6,115.70	\$7,229.89	\$8,426.97	\$9,706.22
Otros Gastos Acumulados Y Otras Cuentas Por Pagar	\$16,644.38	\$18,747.74	\$21,116.91	\$23,785.46	\$26,791.25	\$30,176.88
Total Pasivos Corrientes	\$93,925.34	\$104,376.44	\$115,944.32	\$128,748.57	\$142,921.12	\$158,607.32

CAPITAL DE TRABAJO

	\$18,374.70	\$20,832.61	\$23,657.65	\$26,900.79	\$30,620.29	\$34,882.87
Aumentos (Disminuciones) de Capital de Trabajo	\$3,646.70	\$2,457.91	\$2,825.04	\$3,243.14	\$3,719.51	\$4,262.57

ANEXO 3.9
FLUJOS DE CAJA LIBRE PROYECTADOS Y DESCONTADOS

PROYECCIÓN DE ESTADOS DE RESULTADOS (MILES DE DÓLARES)						
2004	2005	2006	2007	2008	2009	PERPETUIDAD

NETAS	\$560,768.679	\$617,405.966	\$679,945.630	\$749,019.974	\$825,330.783	\$909,657.147
Costo De Ventas	\$466,025.65	\$513,093.95	\$565,067.40	\$622,471.49	\$685,889.43	\$755,968.68
Ingresos Operacionales	\$22,242.28	\$24,488.74	\$26,969.31	\$29,709.07	\$32,735.85	\$36,080.57
Costos De Administración Y Ventas	\$70,251.00	\$77,346.31	\$85,181.05	\$93,834.42	\$103,394.36	\$113,958.45
Costo De Operaciones	\$46,734.31	\$51,454.45	\$56,666.49	\$62,423.12	\$68,782.85	\$75,810.58
ROS						
Costos Financieros	\$1,385.85	\$1,564.30	\$1,771.43	\$2,014.43	\$2,303.28	\$2,651.98
Ingresos (Neto)	\$2,198.91	\$2,421.00	\$2,666.24	\$2,937.10	\$3,236.33	\$3,566.99
S						
Costos Financieros (Neto)	\$1,413.04	\$1,555.76	\$1,713.34	\$1,887.40	\$2,079.69	\$2,292.18
# Antes De Participación A # Valores, Bonificaciones A Funcionarios # Costo A La Renta	\$48,906.03	\$53,884.00	\$59,390.81	\$65,487.25	\$72,242.76	\$79,737.38
Costo A La Renta	\$6,214.28	\$6,747.07	\$7,305.27	\$7,882.46	\$8,468.86	\$9,050.19
Participación A Trabajadores	\$7,335.90	\$8,082.60	\$8,908.62	\$9,823.09	\$10,836.41	\$11,960.61
Bonificación A Funcionarios	\$2,445.30	\$2,694.20	\$2,969.54	\$3,274.36	\$3,612.14	\$3,986.87
## (PÉRDIDA) DEL EJERCICIO	\$32,910.55	\$36,360.12	\$40,207.38	\$44,507.34	\$49,325.35	\$54,739.71

ES:						
Reposición	\$7,987.76	\$9,135.13	\$10,447.32	\$11,947.99	\$13,664.22	\$15,626.97
Reposición	\$2,706.46	\$3,095.23	\$3,539.83	\$4,048.29	\$4,629.80	\$5,294.83
Costo caja bruto permanente	\$43,604.77	\$48,590.48	\$54,194.52	\$60,503.62	\$67,619.36	\$75,661.51
Reversión de reposición (Adquisiciones A.F.)	\$19,891.75	\$22,747.11	\$26,012.62	\$29,747.19	\$34,018.21	\$38,902.72
Incrementos (disminuciones) de capital de trabajo	\$3,646.70	\$2,457.91	\$2,825.04	\$3,243.14	\$3,719.51	\$4,262.57

0 DE CAJA LIBRE DISPONIBLE # ECTADO	\$20,066.32	\$23,385.47	\$25,356.87	\$27,513.29	\$29,881.65	\$32,496.22	\$267,341.11
--	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	---------------------

	15.52%	15.52%	15.52%	15.52%	15.52%	15.52%	15.52%
	1	2	3	4	5	6	6

0 DE CAJA LIBRE DISPONIBLE # ONTADO	\$17,370.43	\$17,523.94	\$16,448.41	\$15,449.48	\$14,525.08	\$13,673.82	\$112,492.27
--	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	--------------------	---------------------

FINANCIERO

Costo caja descontados al 31 de diciembre del 2003 (de los flujos proyectados del 2004 al 2009)
 Costo residual de la compañía descontado (del valor a perpetuidad a partir del año 2010)
 Costo Financiero Supermercados La Favorita

\$94,991.16
\$112,492.27
\$207,483.42

ANEXO 4.1

MODELO DE VALORACIÓN DE ACTIVOS DE CAPITAL (CAPM)

CÁLCULO DEL BETA SIN APALANCAMIENTO (SIN DEUDA)

$$B_{\text{capital}} = B_{\text{no apalancado}} \times [1 + (1 - T) \times (\text{Deuda} / \text{Capital})]$$

DATOS DE LA INDUSTRIA:

B capital	Beta del capital de Whole Foods Market	0.7
T (EEUU)	Tasa de impuestos de Estados Unidos	0.33
DEUDA /CAPITAL	Debt to Equity	0.7
B no apalancado	Beta de una empresa sin deuda financiera	0.477

CÁLCULO DE LA TASA DE RETORNO ESPERADA DEL CAPITAL

$$R_{ei} = E(R_i) = R_f + B (E(R_m) - R_f) + R.P.EC$$

DATOS PARA EL CAPM:

[E(R _m)]	Rentabilidad Media de la Cartera de Mercado	12.40
R _f	Rentabilidad Libre de Riesgo	4.34
B no apalancado	Beta de una empresa sin deuda financiera	0.477
[E(R _m) - R _f]	Prima de Riesgo	8.06
R.P.EC	Riesgo País Ecuador	7.34
Rei	Tasa de Retorno Esperada del Capital	15.52

ANEXO 4.2**BALANCE GENERAL AL 31 DE DIC. 2003 (en miles de dólares)****VALOR CONTABLE Y VALOR CONTABLE AJUSTADO**

	V.C	V.C.A.
ACTIVOS		
Activos Corrientes:		
Caja y Bancos	\$2,256.00	\$4,522.20
Inversiones Temporales	\$450.00	\$902.04
Cuentas Por Cobrar Comerciales	\$25,517.00	\$51,149.41
Cuentas Por Cobrar A Compañías Relacionadas	\$9,904.00	\$19,852.80
Inventarios	\$52,864.00	\$105,967.11
Gastos Anticipados Y Otras Cuentas Por Cobrar	\$11,792.00	\$23,637.34
Total Activos Corrientes	\$102,783.00	\$206,030.89
Propiedades, Maquinaria Y Equipo	\$107,429.00	\$215,343.90
Inversiones Permanentes	\$20,273.00	\$40,637.70
Otros Activos	\$20,641.00	\$41,375.36
TOTAL ACTIVOS	\$251,126.00	\$503,387.85
PASIVOS Y PATRIMONIO		
Pasivos Corrientes:		
Obligaciones Por Pagar A Bancos	\$5,000.00	\$10,022.62
Proveedores	\$58,152.00	\$116,567.02
Cuentas Por Pagar A Compañías Relacionadas	\$0.00	\$0.00
Participación A Trabajadores	\$6,875.00	\$13,781.10
Impuesto A La Renta Por Pagar	\$3,251.00	\$6,516.70
Otros Gastos Acumulados Y Otras Cuentas Por Pagar	\$14,777.00	\$29,620.84
Total Pasivos Corrientes	\$88,055.00	\$176,508.28
Provisión Para Jubilación	\$2,559.00	\$5,129.57
Total Pasivos	\$90,614.00	\$181,637.85
Patrimonio De Los Accionistas:		
Capital Social	\$75,000.00	\$150,339.23
Reserva De Capital	\$22,489.00	\$45,079.72
Reserva Legal	\$3,822.00	\$7,661.29
Reserva Facultativa	\$28,527.00	\$57,183.03
Utilidad Neta	\$30,674.00	\$61,486.74
Diferencia Por Conversión	\$0.00	\$0.00
Total Patrimonio De Los Accionistas	\$160,512.00	\$321,750.00
TOTAL PASIVOS Y PATRIMONIO	\$251,126.00	\$503,387.85
Número de acciones		75,000,000.00
Precio por acción		4.29
Valor Contable		\$160,512,000.00
Valor del Patrimonio Neto Ajustado (Valor de Mercado de las Acciones)		\$321,750,000.00
Valor Cont./Valor de Mcdo.		0.4989

VALOR DE LIQUIDACIÓN AL 31 DE DIC. DEL 2003

Valor del Patrimonio Neto Ajustado (Valor de Mercado de las Acciones) \$321,750,000.00

(-) Gastos de Liquidación de Nómina

Sueldo y Salarios y Honorarios de diciembre/2003	\$1,922,223.68
25% de deshaucio	\$480,555.92
Décimo Tercer Sueldo (Abril 2004)	\$488,308.00
Décimo Cuarto Sueldo (Diciembre del 2004)	\$1,884,564.27
Obligaciones IESS por pagar	\$735,743.45
Vacaciones	\$942,282.14
Otras Obligaciones con Empleados	\$9,455,620.76

Total Gastos de Liquidación de Nómina \$15,909,298.22

(-) Gastos por Provisiones	\$2,559,021.82
(-) Gastos Fiscales (Impuesto a la Renta por pagar SRI)	\$3,251,000.00
(-) Otras Obligaciones SRI por pagar	\$3,405,968.40
(-) Proveedores	\$92,852,833.33
(-) Otros	\$5,490,583.33

Subtotal \$107,559,406.89

Total Gastos de Liquidación \$123,468,705.10

Valor de Liquidación \$198,281,294.90

Notas:

Los Sueldos y Salarios y Honorarios son anuales y figuran en un anexo del Estado de Resultados del 2003 y se considera solo por el mes de diciembre del 2003

El 25% del Deshaucio se calcula sobre los Sueldos y Salarios y Honorarios y también se considera el mes de diciembre del 2003

El Décimo Tercer Sueldo se lo obtiene multiplicando los 3,400 empleados por US\$ 143.62

El Décimo Cuarto Sueldo se lo obtiene dividiendo únicamente los Sueldos y Salarios del año para 12 meses

Las Obligaciones IESS por pagar figuran en un anexo del Balance General del 2003

Las Vacaciones se obtiene dividiendo únicamente los Sueldos Y Salarios del año para 24 (suponiendo que las Vacaciones sean de 15 días)

Las Otras Obligaciones con Empleados figuran en un anexo del Balance General del 2003

Los Gastos por Provisiones corresponden a las provisiones para jubilación patronal porque son las únicas provisiones que figuran en el anexo del Balance General del 2003

Los Gastos Fiscales corresponden al Impuesto a la Renta por pagar que figura en el Balance General del 2003

Las Otras Obligaciones SRI por pagar corresponden a los demás Impuestos (IVA e ICE) así como a las Retenciones en la Fuente del IVA y Renta pendientes de pago, y figuran en el anexo del Balance General 2003

Proveedores comprende tanto la cuenta por pagar a proveedores que figura en el Balance General del 2003, como el equivalente a 1 mes del Costo de Ventas que figura en el Estado de Resultados del 2003

Otros incluye al equivalente a 1 mes de los Gastos de Administración y Ventas que figuran en el Estado de Resultados del 2003

Resumen Valores Supermercados La Favorita C.A.

Al 31 de Diciembre del 2003

Valor Contable	\$160,512,000.00
Valor del Patrimonio Neto Ajustado (Valor de Mercado de las Acciones)	\$321,750,000.00
Valor de Liquidación	\$198,281,294.90
Valor Financiero (mediante Free Cash Flow)	\$207,483,430.00