

T
658.15
ART



ESCUELA SUPERIOR POLITECNICA DEL LITORAL

Instituto de Ciencias Humanísticas y Económicas

**“ Valoración Económica - Financiera de
la Empresa D E M A C O Cía. Ltda.”**

Proyecto de Graduación

**Previa a la Obtención del Título de
Economista en Gestión Empresarial
especialización Finanzas**

PRESENTADA POR:

***Alfredo Javier Arteaga Cordero
David Fernando González García
María Fernanda Pino Bajaña***



Guayaquil - Ecuador

2004

ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL

INSTITUTO DE CIENCIAS HUMANÍSTICAS Y ECONÓMICAS

**“Valoración Económica - Financiera de la Empresa
DEMACO Cía. Ltda.”**

PROYECTO DE GRADUACIÓN PRE VÍA A LA OBTENCIÓN DEL TÍTULO DE

**Economista en Gestión Empresarial
especialización Finanzas**

Presentada por

**Alfredo Javier Arteaga Cordero
David Fernando González García
María Fernanda Pino Bajaña**



Guayaquil – Ecuador

2004

DECLARACIÓN EXPRESA

“La responsabilidad por los hechos, ideas y doctrinas expuestos en este Proyecto de Graduación, nos corresponden exclusivamente; y, el patrimonio intelectual del mismo a la ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL”



Alfredo J. Arteaga Cordero



David F. González García



Ma. Fernanda Pino Bajaña

Nuestro profundo y sincero agradecimiento a la Economista MARÍA ELENA ROMERO, Directora del Proyecto, por su inmensa guía, gran paciencia y profesionalismo para con nosotros, en el desarrollo y culminación de este trabajo.



A Dios, quien ha guiado siempre nuestros pasos, a nuestros padres, quienes nos han seguido en el transcurso de nuestra carrera y nos han apoyado por siempre, a nuestros hermanos por sus consejos y paciencia, y sobretodo a todos nuestros amigos con quienes hemos caminado juntos por el mismo sendero, les dedicamos este trabajo que con muchas ganas y sacrificio hemos logrado.



TRIBUNAL DE GRADUACIÓN

Ing. Omar Maluk S.
Director del ICHE



Msc. María Elena Romero
Directora de Proyecto



Eco. Mariela Méndez
Vocal Principal



Eco. Emilio Pfister
Vocal Principal



ÍNDICE

CAPÍTULO 1: INTRODUCCIÓN	10
1.1. Planteamiento del Problema	
1.2. Justificación del Proyecto	
1.3. Objetivos Generales y Específicos	
 CAPÍTULO 2: ANÁLISIS DE LA EMPRESA	 14
2.1. Historia y Perfil	
2.2. Estructura Física de la Empresa	
2.3. Estructura Organizacional y Operativa	
2.4. Características del Sector.	
2.5. Estudio de Mercado	
2.6. Análisis FODA	
 CAPÍTULO 3: ANÁLISIS HISTÓRICO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS	 39
3.1. Conceptos de Estados Financieros	
3.2. Análisis de cuentas representativas y Tendencias	
3.3. Análisis de Razones Financieras	
 CAPÍTULO 4: PROYECCIÓN DE ESTADOS FINANCIEROS	 62
4.1. Determinación de la tasa de proyección	



- 4.2. Elaboración de Supuestos
- 4.3. Proyección del Estado de Resultados
- 4.4. Proyección de Flujos de Caja

CAPÍTULO 5: PROCESO PARA LA VALORACIÓN DE LA EMPRESA	74
5.1. Determinación de la tasa de descuento	
5.2. Análisis de Sensibilidad	
5.2. Valoración de DEMACO	
CAPÍTULO 6: DEMACO Y SU POSIBLE INCURSIÓN EN EL MERCADO DE VALORES	82
6.1. Concepto de Mercado Financiero y de Valores	
6.2. Ventajas de emitir en el Mercado de Valores	
6.3. Por qué las Empresas no se financian por medio del Mercado de Valores	
6.4. Obligaciones y Acciones.- Conceptos	
6.5. Proceso para emitir Obligaciones o Acciones	
6.6. Impacto de las opciones de Financiamiento	
6.7. ¿Cuál es la mejor opción para DEMACO?	
6.8. Inclusión de la Emisión de Obligaciones en el Flujo de Caja Proyectado y VAN	
CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	96
BIBLIOGRAFÍA	100
ANEXOS	102

PRÓLOGO

Con las enseñanzas y conocimientos adquiridos, junto con todas las herramientas necesarias para poder analizar, comprender y valorar una empresa, se ha escogido como proyecto de graduación la “Valoración Económica-Financiera de la Distribuidora de Equipos y Materiales para la Construcción, DEMACO Cía. Ltda.”. Este proyecto se plantea como problema, el análisis para la valoración económica-financiera de esta empresa, basándose en el reflejo de los estados financieros, proyecciones de los mismos, el control de inventarios y cuentas más representativas; además del análisis de deficiencias presentadas en los procesos administrativos, para encontrar así una solución y así poder garantizar el futuro, y supervivencia de esta empresa en el corto, mediano y largo plazo. También se incluye dentro del análisis, los efectos que han causado decisiones pasadas para obtener mejores resultados en la toma de decisiones futuras para problemas como, la expansión de la empresa, venta o fusión de la empresa, etc.



Luego de realizar el análisis de todos los factores que afectan el valor económico de DEMACO, se podrá confirmar que para valorar una empresa es necesario el conocimiento total de la actividad que tiene el negocio, y el análisis profundo y cuidadoso de la situación financiera presente, pasada y futura de la misma.

La valoración de la empresa es un proceso fundamental en todas las operaciones de adquisición o fusión, en planificación estratégica, en análisis de inversiones, salidas a bolsa y, en muchos casos, se utiliza también como referencia para evaluar y remunerar a los directivos. Por otro lado, la valoración permite medir el impacto de las diferentes políticas de la empresa en la creación, transferencia y destrucción de valor. El valor de las acciones de una empresa proviene de la capacidad que tenga ésta de generar dinero para los propietarios de las acciones, es por esto que el método más apropiado es descontar los flujos de fondos futuros esperados. Aunque la misma metodología puede ser utilizada para valorar distintas empresas, el análisis cualitativo de factores, tanto internos como externos para el negocio, establecen la diferencia de resultados en este proyecto.

En los primeros capítulos se hará una descripción de qué es la empresa y a qué se dedica, para luego proceder a la valoración de ésta a través de una serie de supuestos y la aplicación del Flujo de Caja Libre (Free Cash Flow). Este método considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos y por ello valuable como un activo financiero.

CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN

1.1. Planteamiento del Problema

DEMACO Cía. Ltda. es una empresa dedicada a la distribución de equipos y materiales para la construcción. Tiene sucursales en varias ciudades del país cuya matriz se encuentra en Guayaquil, en donde llega toda la información.

Este proyecto se plantea como problema la Valoración Económica-Financiera de la empresa DEMACO Cía.Ltda. que va enfocado en las evoluciones de distintos estados financieros y en la determinación de una mejor tasa de interés para poder establecer el valor que tiene esta empresa, puesto que ésta es una de las más fuertes en el mercado en lo que respecta a su género.

La empresa se ha dado cuenta de que tiene ciertos problemas en lo que procesos administrativos se refiere, así como en el control de inventarios que se ha afectado desde que un incendio arrasara con una de las bodegas principales de mercadería; éstos han provocado que haya variaciones en las ganancias de la empresa, y por ende, han habido cambios en las ventas, en los costos, etc., los mismos que afectarán de algún modo



en los distintos ratios financieros que tiene. Por consiguiente, analizaremos las cuentas más representativas, e implementaremos las herramientas más adecuadas para una valoración real de DEMACO Cía. Ltda.

1.2. Justificación del Proyecto

En estos momentos de globalización, la competitividad se está volviendo un factor principal, que recién las empresas le están dando la importancia que se merece, puesto que ahora la mejor estrategia la tendrá la empresa que sepa aumentar su cuota de mercado para poder competir, no sólo a nivel de empresas nacionales, sino también de extranjeras, por alcanzar el objetivo principal; el consumidor.

La importancia de este proyecto de graduación se enfoca en la medición del impacto de las políticas y estrategias ya adoptadas y los beneficios de estrategias futuras, ya que permite observar y cuestionarse cuánto vale la empresa en el caso en que desee ser vendida, fusionada, etc. y servirá al mismo tiempo para la mejora en la toma de decisiones.



Además se podrá conocer la situación actual de la empresa, su entorno y todo lo que ella envuelve, permitiendo la determinación de los puntos fuertes y débiles que tiene la empresa; ya sea analizando los estados financieros, haciendo proyecciones o tomando en cuenta la evolución de las cuentas más representativas, ya que son las guías para poder obtener y saber el valor que tendrá la misma .

1.3. Objetivos Generales y Específicos

Objetivo General

- Determinar el valor económico-financiero de la Empresa “DEMACO Cía.Ltda.” mediante el análisis de su situación actual y futura para de esta manera mejorar en la toma de decisiones y sus perspectivas de largo plazo.

Objetivos Específicos

- Determinar la situación actual de la empresa, su ambiente, su entorno y para esto se necesitará realizar un análisis FODA.

- Analizar y Proyectar estados financieros a cinco años observando la evolución de las cuentas en los distintos estados financieros.
- Determinación de la mejor tasa de descuento que se utilizará para este proyecto.
- Determinar y analizar el impacto que causan los movimientos de las variables críticas para la empresa.

CAPÍTULO II: ANÁLISIS DE LA EMPRESA

2.1. DEMACO Cia. Ltda.- Historia y Perfil.

DEMACO Cía. Ltda. inició sus actividades en el mes de octubre de 1981 en la ciudad de Guayaquil, teniendo como dirección la Av. Del Ejercito No.1230 y Colón. Al inicio de su segundo año de funcionamiento abrió otro almacén en la Av. Machala No.1701 y Colón Esquina, quedando el primer local como bodega. En el mes de Diciembre de 1984 "DEMACO" abrió una sucursal en la ciudad de Ambato en la Av. 12 de Noviembre No.1224 y Espejo.

En el mes de Diciembre de 1991 DEMACO abre oficinas y bodegas en la Av. De los capulíes S/n en la ciudad de Ambato, con la finalidad de atender a través de este local con vendedores externos la zona central del país, o sea, las provincias de Tungurahua, Cotopaxi, Chimborazo, Bolívar y Pastaza.

En el mes de Octubre de 1994 la empresa pone en funcionamiento su segundo local de ventas en la ciudad de Guayaquil, situado en la Vía al Terminal, Urb. Santa Leonor Mz. 6 Solar 13. Anexo a este predio funciona también las oficinas de la Matriz de la DEMACO, así como la bodega general.



En el mes de Julio de 1997, se abrió al público un nuevo local en la ciudad de Quito, localizado en la Av. Queseras del Medio # E1181 y 12 de Octubre, el mismo que se encuentra funcionando de forma satisfactoria.

En el mes de mayo del 2000 la empresa ha establecido una Sociedad de hechos y derechos con la empresa "Pulvitec Do Brasil", asociación que permitirá en un primer momento comercializar toda la línea de productos de esta empresa en el Ecuador, Colombia y Venezuela. Los productos producidos por Pulvitec son las pegas blancas (madera y papel), cemento de contacto, masilla Epóxica, pegamento Epóxico, silicona, suelda para p.v.c, masa para calafatear¹, polyjuntas de poliuretano, cinta teflón y otros que produce esta empresa líder en el mercado Brasileño.

DEMACO es una compañía de Responsabilidad limitada fundada y en funcionamiento desde el mes de Octubre de 1981. Esta empresa está dedicada a la distribución de todo lo que respecta a materiales para la construcción, especialmente lo que se refiere a ferretería. La mayoría de los productos que comercializa son importados principalmente de Brasil, China, Japón, Italia, Estados Unidos e Indonesia. Esta compañía es reconocida por parte

¹ Cerrar o tapar juntas en un tabique de madera.

de sus clientes, como una de las mejores en su categoría debido a la excelente calidad y precios de sus productos.

2.2. Estructura Física de la empresa.

DEMACO Cía. Ltda. cuenta para el desarrollo de sus operaciones con cinco oficinas, locales de exhibición, ventas y bodegas, situadas en tres ciudades importantes del país; Guayaquil, Quito y Ambato. Además cuenta también con recursos de transporte y comunicación para el buen desempeño de cada una de ellas.

Como se puede apreciar en el cuadro 1 las características de los locales de la compañía son las siguientes:

CUADRO 1
LOCALES A NIVEL NACIONAL

LOCAL	CIUDAD	DIRECCIÓN	AREA APROXIMADA	CARACTERISTICAS
ALMACEN Y BODEGA	Guayaquil	Av. Machala # 1701 y Colón Esq.	1.215metros	Exhibición ventas y bodega
OFICINAS MATRIZ Y BODEGA	Guayaquil	Urb. Santa Leonor Mz. 6 Solar 13	2.000 metros	Exhibición ventas y bodega
ALMACEN Y BODEGA	Ambato	Av. 12 de Noviembre # 12-24 y Espejo	250 metros	Exhibición ventas y bodega
OFICINAS Y BODEGA	Ambato	Av. De los Capulies S/n Ficoa	580 metros	Exhibición ventas y bodega
OFICINAS Y BODEGA	Quito	Av. Quezeras del medio # E1181 y 12 de Octubre	1.200 metros	Exhibición ventas y bodega

FUENTE: DEMACO Cía. Ltda.
ELABORADO POR: DEMACO Cía. Ltda.

Recursos de Transporte y Comunicación

DEMACO Cía. Ltda. cuenta con una pequeña flota de vehículos repartidores, la misma que en la actualidad está compuesta de la forma en que se aprecia en el siguiente cuadro:

CUADRO 2
FLOTA DE VEHÍCULOS

TIPO	MARCA	CAPACIDAD	LUGAR DE OPERACIÓN
Camión con Furgón	VOLSWAGEN	5 toneladas	Guayaquil
Camión con Furgón	FORDTRADER	4 toneladas	Guayaquil
Camioneta	PEUGEOT	1 toneladas	Guayaquil
Camión	CHEVROLET	5 toneladas	Guayaquil
Camión con Furgón	HINO	5 toneladas	Ambato
Camión	TOYOTA	4 toneladas	Ambato
Camión	TOYOTA	5 toneladas	Quito
Camión con Furgón	HINO	5 toneladas	Quito
Camión con Furgón	HINO	12 toneladas	Nacional
Camión con Plataforma	FORD	15 toneladas	Guayaquil

FUENTE: DEMACO Cía. Ltda.
ELABORADO POR: DEMACO Cía. Ltda.

2.3. Estructura Organizacional y Operativa de DEMACO.

La empresa cuenta en cada uno de los locales con personal calificado en las áreas administrativas, ventas, bodega y despacho. Además está generando el personal necesario para implementar nuevas sucursales, por lo que se está también vigorizando el sistema de administración general de la empresa.

➤ **Recursos Humanos**

El equipo de personal de la empresa está conformado de la siguiente manera:

- 1 Presidente
- 1 Gerente General
- 4 Gerentes Operativos
- 29 Vendedores
- 15 Vendedores Internos
- 14 Vendedores Externos
- 24 Bodegueros
- 12 Despachadores
- 21 Administrativos – Contables

➤ **Recursos Tecnológicos**

Está implementado desde 1986 en todo DEMACO un sistema computarizado de control contable, en el que se realizan todas las operaciones de la empresa incluyendo la facturación directa al cliente a través de computador y llegando al control detallado de los inventarios así como su rotación, permitiéndoles tener siempre bajo control su liquidez, rentabilidad, productividad y niveles de endeudamiento.

Posee el Servicio de Banca en la Oficina con el Banco del Pacífico, Banco Bolivariano, Banco Citibank y Telenexo con el Banco del Pichincha y Banco Internacional. A partir del año 1998, la empresa ha sido designada como contribuyente especial del Ministerio de Finanzas.

➤ **Líneas de Operaciones**

DEMACO opera en las tres ciudades con las líneas de productos que se aprecian en el Cuadro 3, pero como política de la empresa, está establecido el desarrollo especializado de las líneas que tienen que ver con la **hidráulica, eléctrica, químicos, pegamentos, y otros aditivos para la construcción.**

CUADRO 3
PRODUCTOS QUE COMERCIALIZA

PRODUCTO	CATEGORIA DE RELACION	EMPRESA	PAIS DE ORIGEN
Tubería y Acces. De PVC	Distribuidor	PLASTIGAMA	Ecuador
Cables eléctricos	Distribuidor	ELECTROCABLES	Ecuador
Acces. Y Cajetines Electr.	Distribuidor	TAIPIE S.A.	Ecuador
Válvulas Hidráulicas	Importador	DECA	Brasil
Válvulas Hidráulicas	Importador	IDEACE	Colombia
Tubería Hg y otros productos	Distribuidor	IDEAL ALAMBREC	Ecuador
Accesorios de PVC y polietileno	Importador	AKROS	Brasil
Pegas, masilla póxica, y otros	Importador	PULVITEC	Brasil
Materiales eléctricos	Importador	CONATEL S.A	Uruguay
Tubería de polietileno	Distribuidor	PLASTIGAMA	Ecuador
Accesorios H.G.	Importador	YEONG INDUSTRIAL C. SHIEN	Taipei
Pinturas	Distribuidor	PINTURAS UNIDAS	Ecuador
Aditivos para la construcción	Distribuidor	SIKA ECUATORIANA	Ecuador
Grifería	Distribuidor	DECA	Brasil
Grifería	Distribuidor	F V	Ecuador
Productos varios eléctricos e hidráulicos	Importador	VARIAS FABRICAS	Varios Países
Fregaderos	Distribuidor	CONACAL	Ecuador
Techos	Distribuidor	ROOFTEC	Ecuador
Placas Planas	Distribuidor	PLAYCEM	Ecuador
Azulejos	Distribuidor	ITALPISO	Ecuador
Minerales para la construcción	Distribuidor	VARIAS MARCAS	
Bombas de agua	Distribuidor	VARIAS MARCAS	
Ferretería para la construcción	Importador	VARIAS IMPORTACIONES	

FUENTE: DEMACO Cia. Ltda..
ELABORADO POR: DEMACO Cia. Ltda.

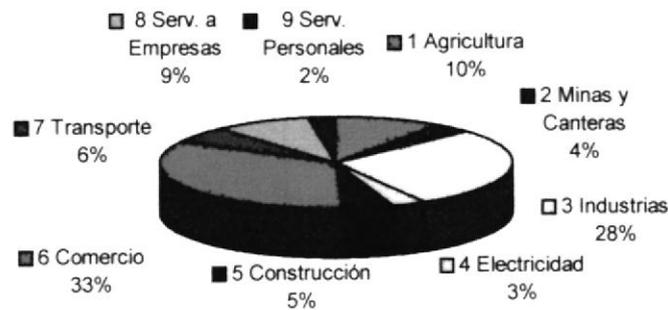
2.4. Características del Sector Comercial en Ventas al por Mayor.

DEMACO Cía. Ltda. está clasificada dentro del sector comercial (Grupo 6), de acuerdo a la Superintendencia de

Compañías². Esta empresa se dedica a la venta al por mayor de todo lo que se refiere a materiales para la construcción como materiales de ferretería, electricidad, etc. (Ver Gráfico 1)

GRÁFICO 1

Participación de cada Sector dentro de la Actividad Económica



FUENTE: Boletín del Banco Central del Ecuador al 31 de Octubre del 2003.

ELABORADO POR: Autores

El sector comercial es uno de los más importantes y principales rubros en la economía ecuatoriana, debido a que no sólo representa el 33% de la Actividad Económica como se puede notar en el Gráfico 1, sino que también representa el 13.76 %³ del PIB y constituye el 35.15% de los ingresos totales del Estado de Resultados Consolidado de las 1000 compañías más importantes como se muestra en el Gráfico 2.

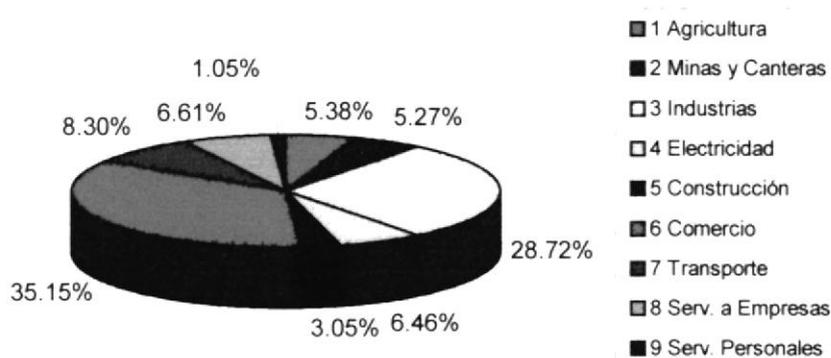


² Sacado del Anuario de las 1000 Cías. más importantes del Ecuador 2001.

³ Boletín del Banco central al 31 de Octubre 2002 cuadro 4.2.2 Pág.84.

GRÁFICO 2

**Participación por Sector dentro de los Ingresos Totales
2001**



FUENTE: Boletín del Banco Central del Ecuador al 31 de Octubre del 2003.

ELABORADO POR: Autores

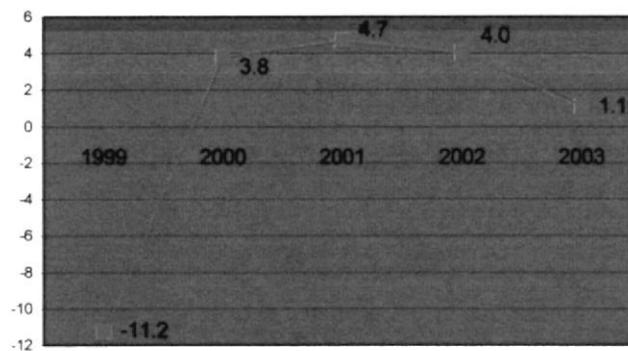
En los últimos años el Ecuador ha enfrentado múltiples factores adversos de distinto orden y origen, tanto internos, externos como propios de la naturaleza que llevaron entre otros aspectos, al estancamiento, e incluso, al deterioro de la economía, provocando altos niveles de inflación y la progresiva reducción del nivel de vida de la ciudadanía en general.

Todos los sectores de la economía se vieron afectados por un sinnúmero de eventos suscitados en los últimos años; y el sector comercial no fue la excepción, debido a factores como la disminución del precio del petróleo, disminución de la producción petrolera, aumento en los gastos por efecto de la devolución, etc;

llegando a su punto más bajo en 1999 con la crisis bancaria, el congelamiento de los depósitos, la incertidumbre del tipo cambiario, entre otros. Para los siguientes períodos⁴ 2000 - 2002, hubo un resurgimiento del sector, debido a la estabilización en los niveles de inflación, reducción de las tasas de interés, eliminación del riesgo cambiario, etc. Además el BCE hace una previsión para lo que será este rubro en el 2003. (Véase siguiente Gráfico 3).

GRÁFICO 3

Tasa de Variación Anual Sector Comercial



FUENTE: Boletín del Banco Central del Ecuador al 31 de Octubre del 2003

ELABORADO POR: Autores

Actualmente el Sector Comercial se ha estabilizado y mejorado en comparación a los años anteriores, cabe recalcar que este sector, especialmente el ámbito donde se desenvuelve

⁴ Boletín del Banco Central del Ecuador al 31 de Octubre del 2003 No. 1820.

DEMACO, es muy competitivo, ya que a raíz del Congelamiento de los Depósitos y la Crisis Bancaria, muchas personas han optado por la oportunidad de invertir su dinero en la rama ferretera, con lo cual muchos negocios, con el afán de atraer nuevos clientes, sacrifican sus márgenes.

2.5. Estudio de Mercado

Dentro de este Estudio de Mercado se establece la Oferta por parte de la Compañía, se realiza una determinación de la Demanda, y se muestra a los principales competidores .

En economía, la oferta y la demanda son instrumentos esenciales para la determinación de los precios. Según la teoría (o ley) de la oferta y la demanda, los precios de mercado de los bienes y servicios se determinan por la intersección de la oferta y la demanda. En teoría, cuando la oferta supera la demanda, los productores deben reducir los precios para estimular las ventas; de forma análoga, cuando la demanda es superior a la oferta, los compradores presionan al alza el precio de los bienes. Cuando se utilizan los términos oferta y demanda, no se está hablando de la cantidad total de bienes vendidos o comprados, puesto que en cualquier transacción la cantidad vendida siempre será igual a la

cantidad comprada, sino que se está aludiendo a la cantidad total de bienes y servicios que los productores desean vender a un precio concreto, y a la cantidad total de bienes y servicios que los consumidores comprarían en función de los distintos precios, lo que a veces se denomina demanda efectiva.

La teoría de la oferta y demanda tiene en cuenta el efecto sobre los precios de los costos de producción, pero considera que este efecto es indirecto, porque afecta a los precios a través de la oferta, la demanda o ambas. Existe otra serie de factores que afectan de forma indirecta a los precios, como puede ser un cambio en los gustos de los consumidores — o hábitos de consumo — (que se prefieran abrigos de pieles sintéticas a abrigos de pieles naturales), o las prácticas restrictivas del comercio como los monopolios, *trusts*⁵ y *cártels*⁶. Son tantos los factores que afectan por vías indirectas a los precios que los términos oferta y demanda son conceptos genéricos que engloban un conjunto de fuerzas económicas determinantes de los precios, y por lo tanto no son la última causa determinante de ellos.

⁵ *Trusts*: Nombre general para las grandes combinaciones que tienen un poder de monopolio.

⁶ *Cartels*: Organización de comercialización conjunta creada por varias empresas que de otro modo venderían en competencia entre sí.

DETERMINACIÓN DE LA DEMANDA

DEMACO Cía. Ltda. establece su demanda mensual futura mediante el Método de Promedio Móviles, haciendo un promedio de las ventas realizadas de los seis meses anteriores. Este método es la mejor manera para poder determinar casi con total exactitud la demanda.

La Demanda Anual para el 2003 está determinada por el total de las ventas mensuales desde el mes de Enero hasta Agosto; proporcionadas por la Empresa, más las proyecciones de los meses restantes. (Véase Cuadro 4 y Cuadro 5).

CUADRO 4

VENTAS MENSUALES ENERO – AGOSTO 2003

	Enero	Febrero	Marzo	Abril
Demaco Centro	93577.22	80492.83	88323.27	90395.33
Demaco Norte	302394.24	297877.50	251522.32	239454.29
Demaco Quito	171790.64	165564.39	166998.19	188451.19
Demaco Ambato Almacén	32238.92	32825.20	31162.19	29689.86
Demaco Ambato FICOA	126214.48	89358.64	89577.73	100215.12
Total	726215.50	666118.56	627583.70	648205.79
	Mayo	Junio	Julio	Agosto
Demaco Centro	96283.47	92114.68	107035.30	81113.19
Demaco Norte	301313.42	241536.66	367060.46	264336.70
Demaco Quito	219349.61	173994.82	167725.00	151175.72
Demaco Ambato Almacén	33434.02	37876.33	43510.24	48180.64
Demaco Ambato FICOA	120449.72	105353.83	144507.24	92583.76
Total	770830.24	650876.32	829838.24	637390.01

FUENTE: DEMACO Cía. Ltda.

ELABORADO POR: Autores



CUADRO 5

VENTAS PROYECTADAS SEPTIEMBRE – DICIEMBRE 2003

	Septiembre	Octubre	Noviembre	Diciembre
Demaco Centro	92544.207	93247.696	93723.090	93296.361
Demaco Norte	277537.308	281873.140	288942.948	286881.203
Demaco Quito	177949.088	179774.238	178328.079	171491.158
Demaco Ambato Almacén	37308.880	38333.328	39773.906	40830.554
Demaco Ambato FICOA	108781.233	111981.817	113942.933	112858.469
Total	694120.717	705210.219	714710.958	705357.744

FUENTE: DEMACO Cia. Ltda.

ELABORADO POR: Autores

PRINCIPALES COMPETIDORES

DEMACO Cía. Ltda. es una empresa comercial que se dedica principalmente a la venta al por mayor de productos de ferretería y materiales para la construcción. Esta empresa se encuentra en el sector ferretero, uno de los sectores de mayor crecimiento en los últimos años, y existen varias empresas con las cuales compite. Sin embargo, estos competidores, perteneciendo al mismo sector no manejan las mismas líneas de productos que tiene DEMACO, es por esto que no se los considera una competencia directa.

Las principales Líneas de Productos que comercializa DEMACO son: la línea Hidráulica y la línea Eléctrica. Dentro de estas líneas, Mario Rubio es el principal competidor, pero sólo actúa en la provincia del Pichincha y en la zona central del país; a

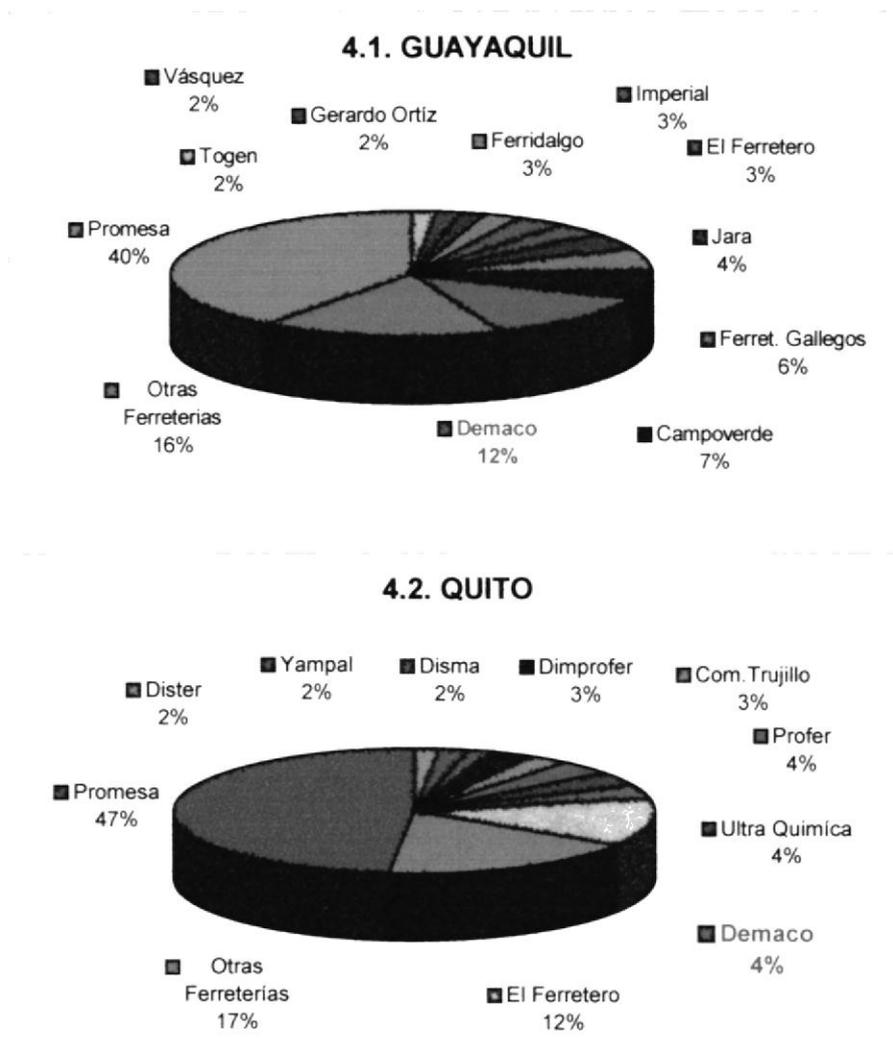
diferencia de DEMACO que lo hace en las provincias del Guayas, Pichincha y Tungurahua.

Con respecto al sector ferretero en general , sus principales competidores en las diferentes líneas estarían: Promesa, como el mejor situado; Gerardo Ortiz, El Ferretero y Suprinca.

De acuerdo a una encuesta realizada por la empresa MK Trends S.A. Marketing Research con una muestra de 121 ferreterías en Guayaquil y 110 ferreterías en Quito, se obtuvieron los siguientes resultados:

DEMACO se encuentra en el segundo lugar en Guayaquil con un 12% y en Quito en tercer lugar con un 4% en la categoría de Distribuidor que tiene la mayor variedad de productos. Sus principales competidores en esta rama son Promesa, El Ferretero, Campoverde, entre otros. Ver Gráfico 4.

GRÁFICO 4
DISTRIBUIDOR QUE TIENE LA MAYOR VARIEDAD DE PRODUCTOS



FUENTE: MK Trends S.A.
ELABORADO POR: Autores

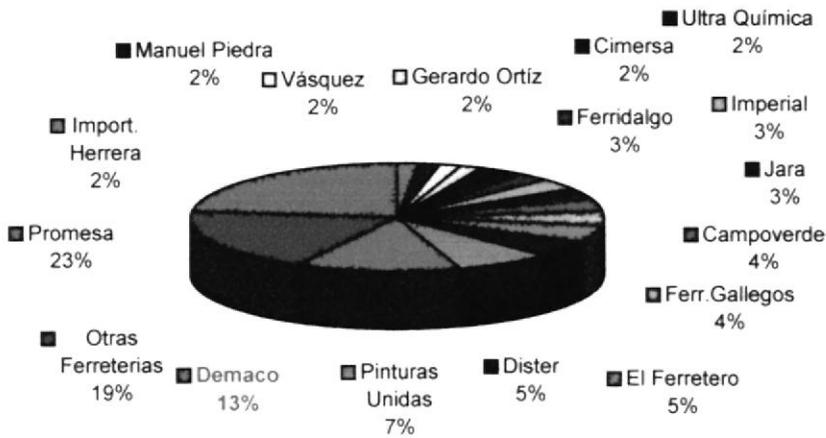


Dentro de la categoría Distribuidor que tiene los productos de mayor comercialización DEMACO es uno de los principales. Ocupa el segundo lugar con 13% en Guayaquil, y un tercer lugar en Quito

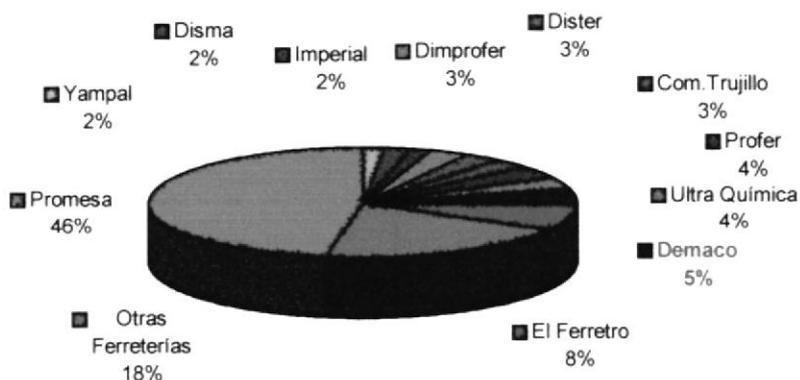
con un 5%. El Distribuidor que encabeza esta categoría es Promesa con 23% en Guayaquil, y 46% en Quito, seguido de Dister, Ultra química, El Ferretero entre los principales. Véase Gráfico 5.

GRÁFICO 5
DISTRIBUIDOR QUE TIENE LOS PRODUCTOS DE MAYOR
COMERCIALIZACIÓN

5.1. GUAYAQUIL



5.2. QUITO

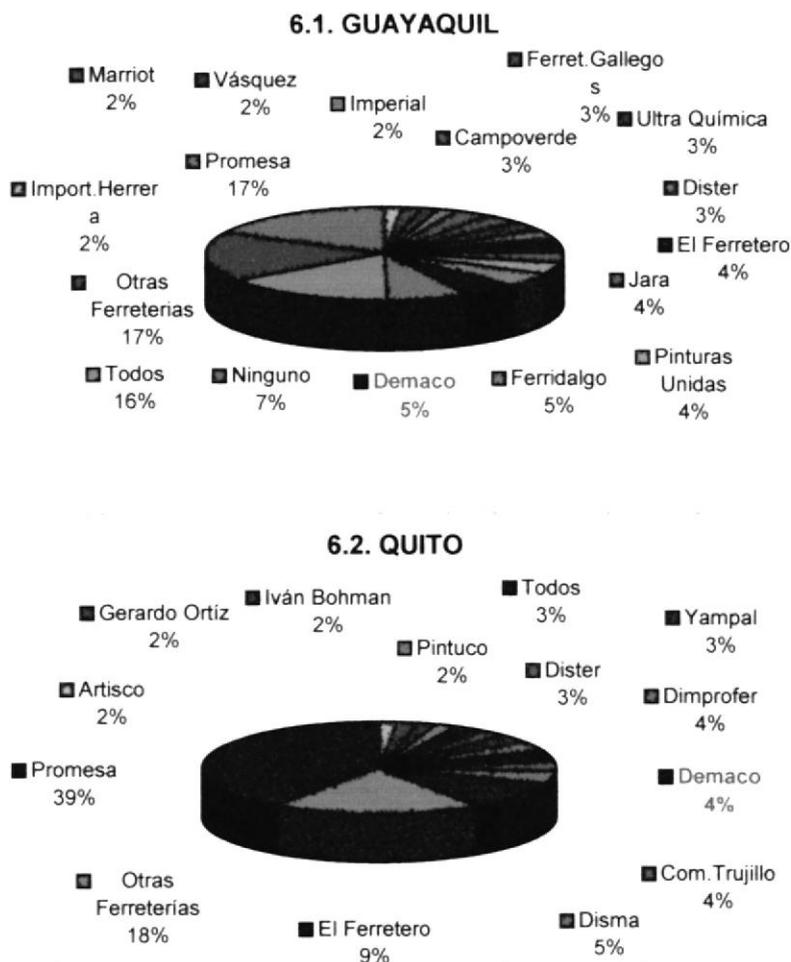


FUENTE: MK Trends S.A.
ELABORADO POR: Autores.

DEMACO dentro de la categoría Distribuidor que tiene la frecuencia de visitas más adecuada ocupa el cuarto lugar en Guayaquil con el 5%, y el quinto lugar en Quito con 4%. Aquí, los principales competidores son Promesa, El Ferretero, Disma, y Ferridalgo. Ver Gráfico 6.

GRÁFICO 6

DISTRIBUIDOR QUE TIENE LA FRECUENCIA DE VISITAS MÁS ADECUADA

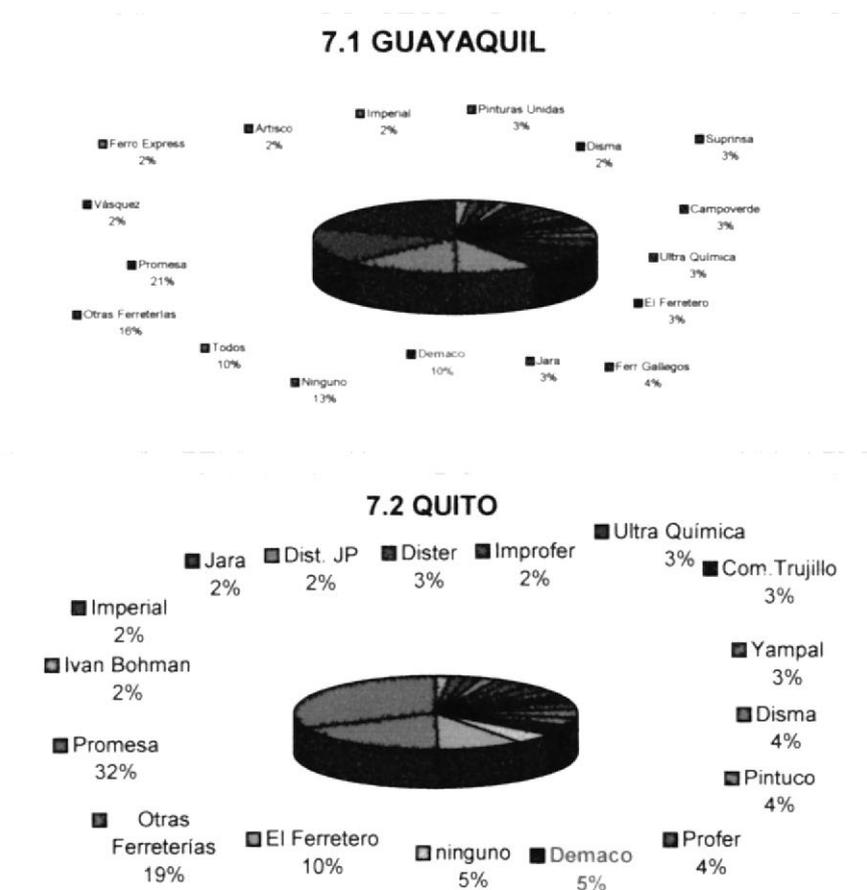


FUENTE: MK Trends S.A.
ELABORADO POR: Autores.

La categoría Distribuidor que ofrece los mejores descuentos, Promesa se encuentra en el primer lugar tanto en Guayaquil como en Quito. DEMACO se encuentra en el cuarto lugar tanto en Guayaquil como en Quito con un 10% y un 5% respectivamente. Su competencia más cercana es: Disma, Profer, El Ferretero y Ferretería Gallegos. Véase Gráfico 7.

GRÁFICO 7

DISTRIBUIDOR QUE OFRECE LOS MEJORES DESCUENTOS



FUENTE: DEMACO Cía. Ltda.
ELABORADO POR: Autores

CONCEPTO DE MERCADEO

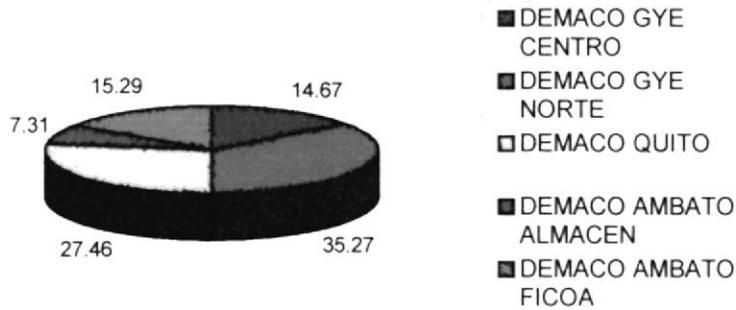
DEMACO opera con un Sistema Estructurado de Venta Externa en las provincias del Guayas, El Oro, Los Ríos, Loja y Galápagos, bajo responsabilidad de las oficinas y bodegas de Guayaquil; en las provincias del Tungurahua, Pastaza, Bolívar, Cotopaxi y Chimborazo, bajo la responsabilidad de las oficinas de Ambato, y en las provincias de Pichincha, Imbabura y Carchi bajo la responsabilidad de las oficinas y bodegas de Quito.

PARTICIPACIÓN EN VENTAS

La venta externa al por mayor se la está realizando en las líneas de distribución e importación. La empresa tiene aproximadamente 1.500 clientes entre ferreterías y constructoras grandes. Las ventas de DEMACO están concentradas de la forma siguiente: el 49.94% de las ventas están en Guayaquil, repartidos en la sucursal GYE Centro con el 14.67% y el 35.27% en la sucursal Norte; Quito cuenta con el 27.46% , y la ciudad de Ambato con el 22.60%. Ver Gráfico 8.

GRÁFICO 8

PARTICIPACION PROMEDIO DE VENTAS POR SUCURSAL



FUENTE: DEMACO Cia Ltda.
ELABORADO POR: Autores

DEMACO opera también con la venta directa al consumidor final, y se apoya para esta labor en sus puntos de venta, situados en las ciudades de Guayaquil, Quito y Ambato. Las Ventas Anuales por sucursal se muestran en el Cuadro 6.

CUADRO 6

PARTICIPACIÓN DE VENTAS POR SUCURSAL

DEMACO SUCURSALES	1999	%	2000	%	2001	%	2002	%	2003 ⁷	%
GYE CENTRO	172,170.51	14.18	704,624.79	14.27	858,387.27	15.83	1,003,551.03	15.90	1,102,146.64	13.16
GYE NORTE	348,833.48	28.73	1,545,039.22	31.29	1,989,548.01	36.69	2,464,822.94	39.06	3,400,730.19	40.60
DEMACO QUITO	327,828.20	27.00	1,707,493.01	34.58	1,485,460.77	27.39	1,459,503.54	23.13	2,112,592.12	25.22
AMBATO ALMACEN	124,331.88	10.24	450,821.61	9.13	336,220.87	6.20	356,658.69	5.65	445,164.07	5.31
AMBATO FICOA	241,014.43	19.85	529,826.49	10.73	753,271.94	13.89	1,026,218.61	16.26	1,315,824.97	15.71
TOTALES	1,214,178.50	100.00	4,937,805.12	100.00	5,422,888.86	100.00	6,310,754.81	100.00	8,376,458.00	100.00

FUENTE: DEMACO Cia Ltda.
ELABORADO POR: Autores

⁷ Ventas 2003: Ventas Reales Ene. - Ago. 2003 y Ventas Proyectadas Sept.- Dic. 2003.

2.6. Análisis F O D A

Como muchas empresas en el País, es necesario poder definir cuáles son todas sus Fortalezas, Oportunidades, Debilidades, y Amenazas, para tener un conocimiento general de cómo la empresa se encuentra frente a la competencia, y cómo se encuentra dentro del mercado.

Mediante el análisis FODA, podemos tener una visión más amplia y detallada de lo que encierra DEMACO Cía. Ltda.

FORTALEZAS

- **Presentar gran variedad de productos.-** Dado que la satisfacción del cliente es una de las metas primordiales de esta empresa, DEMACO ha puesto a disposición de su clientela una extensa gamma de productos lo cual la ha hecho merecedora a estar entre los primeros puestos.

- **Ser competitivo en precios.-** Ser competitivos en precios no significa solamente vender barato, para DEMACO significa plena satisfacción del cliente por la calidad del producto que está llevando, lo cual se ve reflejado en el precio que paga por el mismo.

- **La Experiencia y conocimiento del Mercado.-** DEMACO tiene muchos años haciendo lo que sabe hacer, vender y distribuir equipos de calidad. Todo este tiempo le ha dado a la empresa la experiencia y conocimientos suficientes para poder participar de una manera considerable en el mercado ferretero.

- **Excelentes relaciones con proveedores y clientes.-** El cliente toma en cuenta muchos factores antes de hacer una compra. Entre éstas se encuentra el servicio y la atención personalizada, brindada por el grupo de vendedores. Por esta razón, DEMACO no ha escatimado esfuerzos en preparar y capacitar a sus miembros, y el éxito de la operación se ve reflejada en su preferencia.

DEBILIDADES

- **Falta de Recursos Propios de Capital.-** Debido a la crisis bancaria en el 98-99 y a otros problemas, como por ejemplo el incendio que tuviera una de las bodegas más grandes de esta compañía en el 2001, donde se perdió mucha mercadería valorada en unos \$ 800,000.00, y de la cual sólo se ha podido recuperar aproximadamente un 15%, DEMACO ha tenido problemas financieros para realizar futuros proyectos, por lo que



se ha visto en la necesidad de adquirir préstamos de terceras personas a corto plazo.

- **Políticas conservadoras de Remuneración.-** En el tema de Recursos Humanos, DEMACO ha seguido una política no muy eficiente en la contratación de su personal, debido a que no cuenta con los recursos necesarios, para poder remunerar y capacitar de mejor manera a sus empleados, o para contratar personal más capacitado; lo que la ha llevado a dejar pasar excelentes profesionales, y con esto, oportunidades.

- **Manejo y Control de los Inventarios.-** DEMACO ha carecido de un buen control de inventarios, el cual se vio empeorado por el incendio que sufrió; llevando a la empresa en una constante incertidumbre de conocer lo que tiene realmente en sus bodegas.

OPORTUNIDADES

- **Incursión en nuevas Ciudades.-** DEMACO ha visto la posibilidad de expandirse a nuevas ciudades, tratando de no sólo hacer presencia empresarial, sino abastecer a sus nuevos clientes con nuevos puntos de venta y lugares de distribución.



- **Mercado Ferretero en Crecimiento.-** En estos tiempos, este mercado ha venido experimentando un crecimiento, que DEMACO no ha pasado por alto, y por eso ha decidido aprovechar oportunidades tales como la expansión.

AMENAZAS

- **Incertidumbre Política.-** En esta última década, el país ha sufrido una de las peores crisis políticas. Esto ha llevado a que se creen leyes que no mejoren ni ayuden la situación empresarial y comercial del país, trayendo consigo el declive de la Inversión Nacional y Extranjera, y DEMACO no es la excepción.
- **Cierre de Ferreterías.-** Causado básicamente por la incertidumbre económica, financiera y política del país. Esto ocasiona la disminución en volúmenes de ventas y por ende en los ingresos de DEMACO.
- **Delincuencia.-** En los actuales momentos, el país se encuentra inmerso en una ola de delincuencia, la cual nos ha dejado con un alto margen de inseguridad afectando de igual manera a la empresa.

CAPÍTULO III: ANÁLISIS HISTÓRICO DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

3.1 Concepto de Estados Financieros

Los Estados Financieros proporcionan información sobre las posición financiera de una empresa en un punto en el tiempo, así como de sus operaciones a lo largo de algún periodo anterior. Sin embargo, el valor real de los estados financieros radica en el hecho de que pueden utilizarse para ayudar a predecir la posición financiera de una empresa en el futuro y determinar las utilidades y los dividendos esperados.

Desde el punto de vista de un inversionista, *la predicción del futuro es todo lo que trata el análisis de estados financieros*, mientras que desde el punto de vista de la administración, *el análisis de estados financieros es útil tanto como una forma de anticipar las condiciones futuras y, lo que es más importante, como un punto de partida para planear las acciones que influirán en el curso futuro de los acontecimientos*. Dentro de los Estados Financieros Principales se encuentran: Estados de Resultados, Balance General, Flujo de Caja.



3.2 Análisis de Cuentas Representativas y Tendencias

Es importante para un buen análisis de Estados Financieros, revisar cuáles son las cuentas que más afectan a dichos reportes, para así tener un conocimiento profundo sobre la situación de la empresa, las causas que la afectan y para la toma de mejores decisiones sobre ellas.

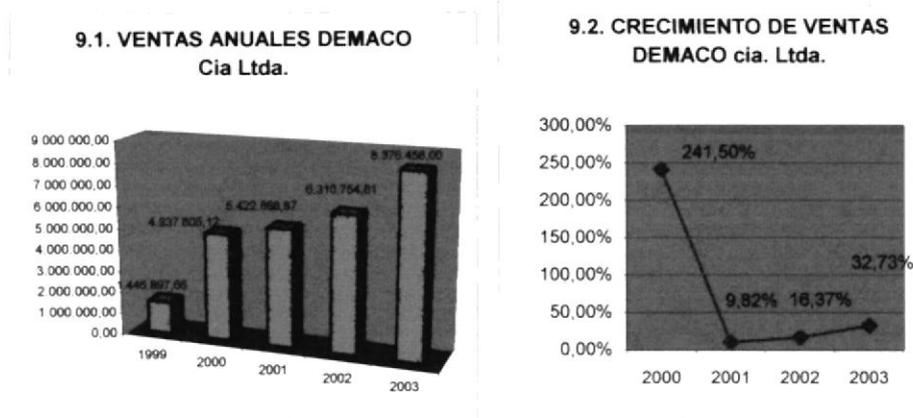
Estados de Resultados 1999-2002

Ventas

Las Ventas de DEMACO es una de las cuentas más importante para esta empresa ya que gran parte de la rentabilidad del negocio gira alrededor de ella.

Las Ventas han crecido año a año desde 1999 hasta la actualidad. A partir del año 2000 las Ventas se ajustaron y se obtuvo un incremento anual razonable. En el 2001 las Ventas aumentaron 9.82%, en el 2002 16.37% y para el término del 2003 se espera un crecimiento del 32.73%. (Ver Gráfico 9).

GRÁFICO 9



FUENTE: DEMACO Cía. Ltda.
ELABORADO POR: Autores

DEMACO al igual que las demás empresas en todo el país, tuvo un crecimiento en ventas enorme en el 2000, debido a la inflación y al ajuste del tipo de cambio por la dolarización. (Véase Gráfico 10). Adicionalmente las ventas se han incrementado debido a que la empresa incorpora año a año nuevas líneas de productos a su negocio.

GRÁFICO 10



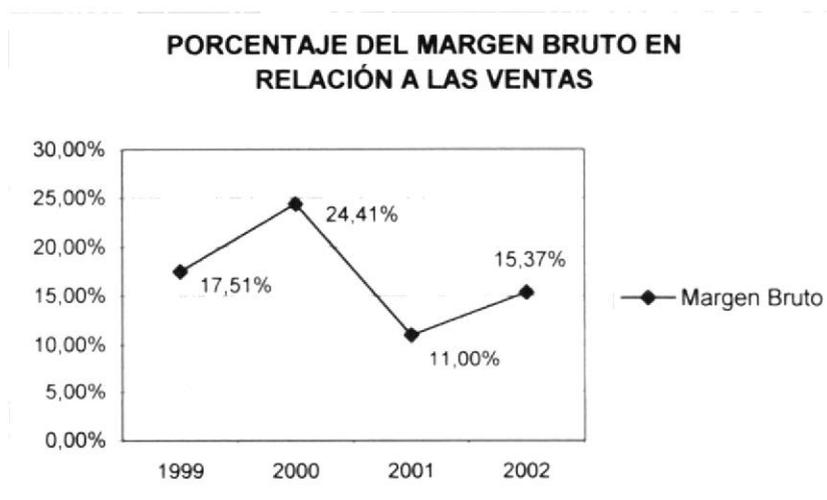
FUENTE: Boletín del Banco Central del Ecuador
ELABORADO POR: Autores



Margen Bruto

El Margen Bruto tuvo un comportamiento sostenible del 17.07% en relación a las ventas en promedio durante el periodo 1999-2002, siendo su punto más alto en el 2000 con un 24.41% y el más bajo en el 2001 con el 11% (Ver Gráfico 11). Este comportamiento se debió a que durante estos años, las cuentas; Compras e Importaciones tuvieron diferentes fluctuaciones. Las Importaciones en el 2001 disminuyeron debido a un problema con Brasil sobre Gomas de baja calidad. Al mismo tiempo hizo que el inventario Final crezca debido a que no se vendieron las Gomas, ya que todavía se encuentran en Bodega. Todos estos movimientos provocó que el Costo de Ventas varíe cada año (Ver Anexo 1).

GRÁFICO 11



FUENTE: DEMACO Cia. Ltda
ELABORADO POR: Autores

Gastos Operacionales

Los Gastos Operacionales tuvo fluctuaciones en relación a las ventas durante los años 1999-2002, siendo el punto más bajo de 10.81% en el 2001, y alcanzando el punto más alto de 24.33% en el 2000. (Ver Gráfico 12).

GRÁFICO 12



FUENTE: DEMACO Cía. Ltda.

ELABORADO POR: Autores

El comportamiento de los Gastos Operacionales se debe a las siguientes razones:

Hubo aumentos en otros gastos de Administración y Ventas en relación a las ventas año a año. Las comisiones por ventas se incrementaron en el año 2000. En el 2001 los sueldos y salarios se



incrementaron debido a que se contrató personal para bodega y ventas en todas las sucursales.

A raíz del flagelo suscitado en las bodegas de DEMACO GYE Norte, se dedicó un mayor porcentaje a los seguros en el 2002. Además este año se aseguró instalaciones, vehículos e inventarios.

Durante este periodo se realizaron convenciones, reuniones y viajes; para concretar negocios con Proveedores Nacionales y Extranjeros, lo que provocó movimientos de las cuentas Gastos de Viaje y Gastos de Gestión. (Ver Anexo 1).

Utilidad Operacional

Durante el período 1999-2002, La Utilidad Operativa comenzó con 1.82% en 1999 y terminó con 4.31% en el 2002 en relación a las Ventas. Los años 2000 y 2001 tuvieron incrementos poco significativos. Ver Gráfico 13.



GRÁFICO 13



FUENTE: DEMACO Cía. Ltda.
ELABORADO POR: Autores

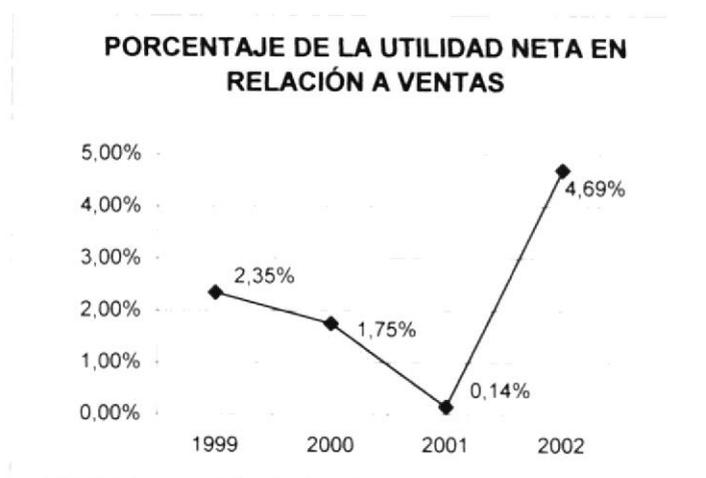
Utilidad Neta

La Utilidad Neta fue de 2.23% en promedio en relación a las Ventas, siendo su punto más alto en el 2002 con 4.69% y el más bajo en el 2001 con 0.14% (Véase Gráfico 14). Este comportamiento se debió a las siguientes razones:

La Utilidad Neta es mayor a la Operativa (excepto en año 2001), ya que a ésta se le agregan los Ingresos No Operacionales, los cuales se deben a los intereses de cuentas bancarias, comisiones por ventas y descuentos por pronto pago por parte del proveedor o se restan los Egresos No Operacionales (Ver Anexo 1 y Anexo 4).

La Utilidad Neta también se ve influida por la Participación del 15% a los Trabajadores y al Impuesto a la Renta, cuyos cálculos se detallan en el Anexo 4.

GRÁFICO 14



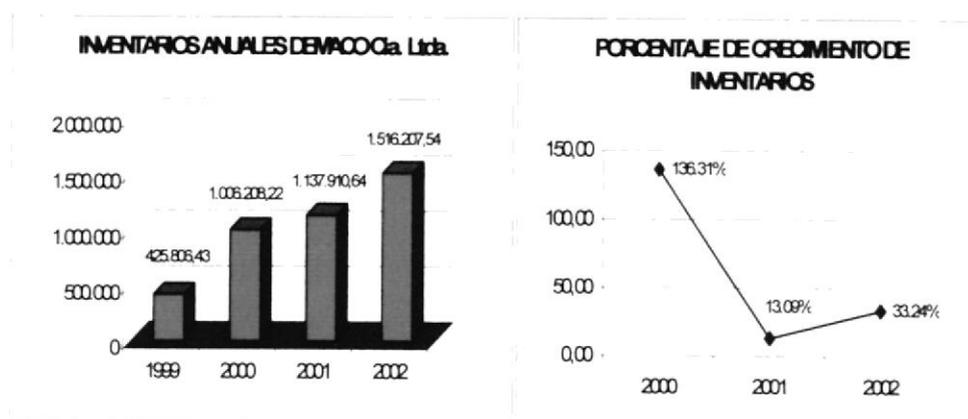
FUENTE: DEMACO Cía Ltda.
ELABORADO POR: Autores

Balances Generales 1999-2002

Inventarios

Los Inventarios de DEMACO han crecido de \$ 425806.43 en 1999 a \$ 1516207.54 en el 2002 (Ver Gráfico 15 y Anexo 2). Las Ventas de la empresa han aumentado anualmente durante este período, es por ese motivo que los Inventarios han crecido para mantener un stock de productos y evitar la escasez. En el 2002, se presentaron problemas de calidad con dos productos: Gomas importadas del Brasil y unas duchas de agua caliente, por lo cual estos productos no tuvieron la rotación esperada y se encuentran todavía en bodega.

GRÁFICO 15

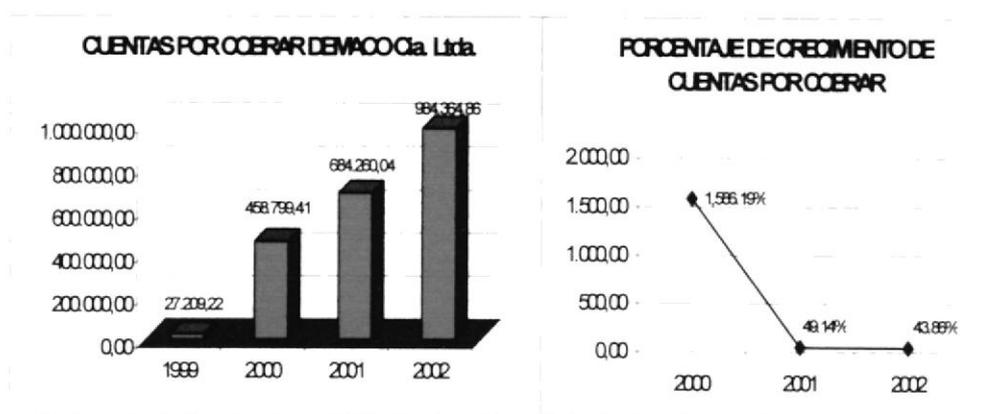


FUENTE: DEMACO Cía. Ltda.
ELABORADO POR: Autores

Cuentas por Cobrar

Las Cuentas por Cobrar han crecido anualmente durante el período 1999-2002. En el 2000, esta cuenta creció considerablemente debido a la reexpresión monetaria, además en el 2001 y 2002 mantuvo un crecimiento promedio del 46.5% (Ver Gráfico 16 y Anexo 2). Este comportamiento se debe a una política de crédito de 30 días en promedio y al incremento anual en Ventas.

GRÁFICO 16



FUENTE: DEMACO Cía. Ltda.
ELABORADO POR: Autores

Activo Fijo

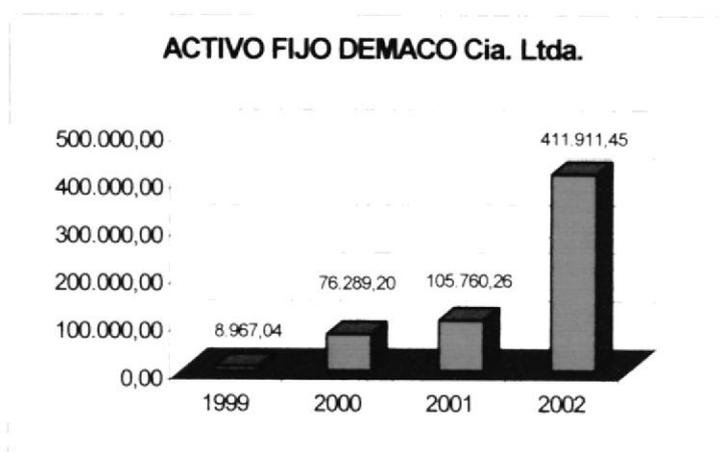
El Activo Fijo de DEMACO Cía. Ltda. creció de \$ 8967.04 en 1999 a \$ 411911.45 en el 2002. Este aumento considerable en esta cuenta se debe a la adquisición de Vehículos para traslado de

mercadería a clientes, equipos y softwares de computación; e inversiones en nuevas instalaciones y mejoramiento en las antiguas. (Ver Gráfico 17, Anexo 2 y Anexo 5)

Cuentas por Pagar

Las Cuentas por Pagar han tenido diferentes fluctuaciones a lo largo de este período. En el 2000, esta cuenta tuvo un crecimiento fuerte, pero en los años siguientes una

GRÁFICO 17

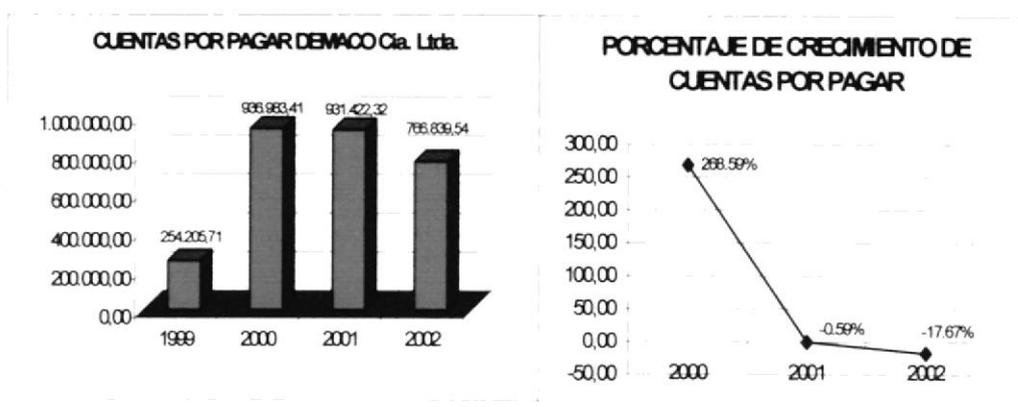


FUENTE: DEMACO Cia. Ltda.
ELABORADO POR: Autores

disminución sustancial (Ver Gráfico 18 y Anexo 2). Las razones de estos movimientos son las siguientes: Por un lado el incremento de las Ventas llevó a un aumento en las compras, sin embargo, en el 2002 las importaciones disminuyeron drásticamente debido al

2002 las importaciones disminuyeron drásticamente debido al problema de calidad de gomas traídas de Brasil y duchas de agua caliente. Además de contar con una Política de 35 días de crédito por parte de los principales proveedores; Plastigama y Franz Viegner (FV).

GRÁFICO 18

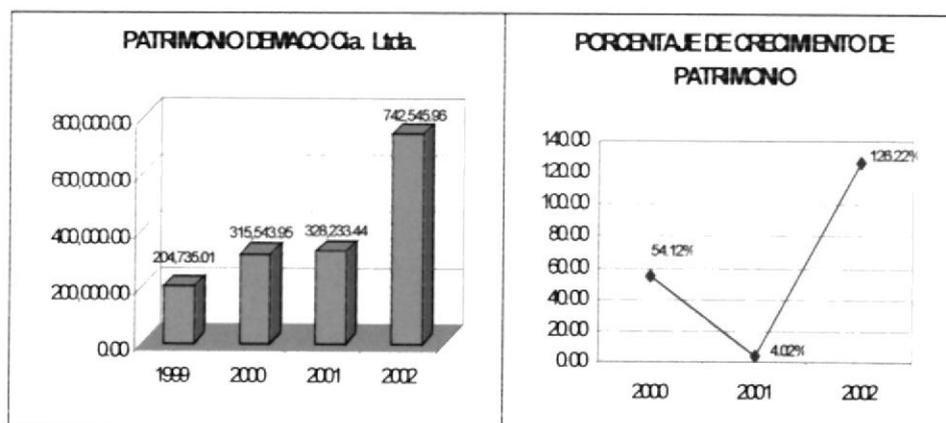


FUENTE: DEMACO Cia. Ltda.
ELABORADO POR: Autores

Patrimonio

El Patrimonio de DEMACO se incrementó de \$ 204,735.01 en 1999 a \$ 742,545.96 en el 2002, su mayor crecimiento lo registró en 2002 con 126.22% como se puede apreciar en el Gráfico 19. Este comportamiento obedeció a la reexpresión Monetaria tanto en 1999 como en el 2000 y a los aumentos de capital por Utilidad no distribuida en ejercicios anteriores. (Ver Anexo 6).

GRÁFICO 19



FUENTE: DEMACO Cía. Ltda.
ELABORADO POR: Autores

3.3. Análisis de Razones Financieras

El Análisis de las Razones Financieras tiene como propósito mostrar la situación de la Empresa frente al promedio del Sector o Rama de Actividad en que se desenvuelve.

Para el caso de DEMACO, las principales razones financieras⁸ se han comportado en la manera que muestra el siguiente Cuadro

⁸ Todas las Razones Financieras de DEMACO se encuentran en el Anexo B.

CUADRO 7

RAZONES FINANCIERAS DEMACO Cía. Ltda. 1999-2002

	1999	2000	2001	2002
LIQUIDEZ				
Liquidez Corriente	1.760	1.996	2.558	2.755
Prueba Ácida	0.190	1.187	1.843	1.667
SOLVENCIA				
Endeudamiento del Activo	0.579	0.866	0.911	0.815
Apalancamiento	2.376	7.475	11.258	5.404
Apalancamiento Financiero	2.250	7.475	8.363	5.194
GESTION				
Rotación de Cartera	44.624	5.435	2.984	3.921
Rotación de Ventas	2.9725	2.0934	1.4675	1.5728
GASTOS				
Impacto Gastos. Administrativos y de Ventas	0.130	0.243	0.108	0.111
RENTABILIDAD				
Margen Bruto	0.142	0.244	0.110	0.154
Margen Operacional	0.012	0.001	0.002	0.043
Rentabilidad Neta del Activo	0.070	0.037	0.002	0.074
Rentabilidad Neta de Ventas (Margen Neto)	0.019	0.018	0.001	0.047

FUENTE: DEMACO Cía. Ltda.

ELABORADO POR: Autores

El Análisis de las siguientes Razones Financieras está basado en el Cuadro 7.

Liquidez Corriente. Relaciona los activos corrientes frente a los pasivos corrientes, cuanto más alto sea el coeficiente, la empresa tendrá mayores posibilidades de efectuar sus pagos de corto plazo. Es la capacidad que tiene la empresa para hacer frente a sus



vencimientos de corto plazo. Permite explicar una situación de liquidez y un estado de insolvencia de una empresa.

$$\text{Liquidez Corriente} = \frac{\text{Activo Corriente}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

En el Cuadro 7, se observa que DEMACO tiene un promedio de 2.02 de liquidez corriente durante el período 1999-2002, lo cual nos indica que por cada obligación que tenga, tiene 2 veces más de activo corriente para cubrirlo.

Prueba Ácida.- Se la conoce también como Liquidez seca. Mide la capacidad de la empresa para liquidar las obligaciones a corto plazo sin recurrir a sus inventarios.

$$\text{Prueba Ácida} = \frac{\text{Activo Corriente} - \text{Inventarios}}{\text{Pasivo Corriente}}$$

La Prueba Ácida para DEMACO resultó 1.22 en promedio durante el período de análisis. Este ratio presentó su máximo en el 2001 con 1.843 y su mínimo en el 2000 con 1.187. Es decir, que la empresa cuenta con la liquidez suficiente para cubrir sus deudas.



Endeudamiento del Activo.- Mide el porcentaje de los activos de la empresa financiado por los acreedores (concesión de fondos en préstamo). Mientras más alto sea, mayor será el margen de protección contra las pérdidas de los acreedores en caso de liquidación.

$$\text{Endeudamiento del Activo} = \frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Activo Total}}$$

El Endeudamiento del Activo de DEMACO fue de 0.79 en promedio durante el período 1999-2002. Esto nos indica que la empresa tiene un alto grado de dependencia frente a sus acreedores. En los primeros años, la empresa contrató endeudamientos de corto plazo, pero en los últimos años esta deuda ha sido de largo plazo.

Apalancamiento.- Determina el grado de apoyo de los recursos internos de la empresa sobre recursos de terceros. Se interpreta como el número de unidades monetarias de activos que se han conseguido por cada unidad monetaria de patrimonio.

$$\text{Apalancamiento} = \frac{\text{Activo Total}}{\text{Patrimonio}}$$



El Apalancamiento de la empresa es en promedio 6.63 veces el patrimonio.

Apalancamiento Financiero.- Depende y refleja a la vez, la relación entre los beneficios alcanzados antes de intereses e impuestos; el costo de la deuda; y el volumen de ésta.

$$\text{Apalanc. Financieros} = \frac{\text{Utilid. Antes Impts}}{\text{Utilid. Antes Int. e Impts}} * \text{Apalancamiento}$$

El Apalancamiento Financiero de DEMACO fue de 5.82 en promedio durante los cuatro años de análisis.

Rotación de Cartera.- Muestra el número de veces en que las cuentas por cobrar giran, en promedio, en un período determinado de tiempo, generalmente un año.

$$\text{Rotación de Cartera} = \frac{\text{Ventas Netas}}{\text{Cuentas por Cobrar}}$$

DEMACO obtuvo una rotación de cartera de 14.24 veces al año en promedio durante 1999-2002. En 1999 existió una alta rotación (44.62 veces) debido a que Las Cuentas por Cobrar fueron muy pequeñas.



Rotación de Ventas.- Mide la efectividad de la administración; mientras mayor sea el volumen de ventas que se pueda realizar con determinada inversión, más eficiente será la dirección del negocio.

$$\text{Rotación de Ventas} = \frac{\text{Ventas Netas}}{\text{Activo Total}}$$

La Rotación de Ventas para DEMACO fue 2.03 en promedio. Esto quiere decir que cada unidad de Activo produce 2.03 unidades de Ventas. Este ratio ha venido reduciendo durante este período.

Impacto de los gastos Adm. y de Ventas.- Mide el impacto que pueden tener los gastos operacionales en el margen operacional y en las utilidades netas de la empresa.

$$\text{Impacto de gastos Adm. y de Ventas} = \frac{\text{Gastos Adm. y de Ventas}}{\text{Ventas}}$$

Durante el periodo de análisis los Gastos Financieros representan el 14.8% de las Ventas en promedio, teniendo su máximo en el 2000 con 0.243 y su mínimo en el 2001 con 10.8%.

Margen Bruto.- Permite conocer la rentabilidad de las ventas frente al costo de ventas; la capacidad de la empresa para cubrir gastos



operativos; y, para generar utilidades antes de deducciones e impuestos.

$$\text{Margen Bruto} = \frac{\text{Ventas Netas} - \text{Costos de Ventas}}{\text{Ventas Netas}}$$

El Margen Bruto Promedio de DEMACO fue 0.1625, lo que significa que la Utilidad Bruta de la empresa es el 16.25% de las Ventas y esto va a servir para cubrir los gastos de Administración y Ventas.

Margen Operacional.- Indica si el negocio es o no lucrativo, en sí mismo, independientemente de la forma como ha sido financiado. Los índices de Margen Operacional muestran la Utilidad Operacional por cada unidad de venta.

$$\text{Margen Operacional} = \frac{\text{Utilidad Operacional}}{\text{Ventas Netas}}$$

El Margen Operacional de DEMACO representa el 0.0145 en promedio, es decir, que la Utilidad Operacional fue el 1.45% de las Ventas en promedio. Su punto más alto fue en el 2002 con 4.3% y el más bajo en el 2000 con 0.1%.



Rentabilidad Neta del Activo.- Muestra la capacidad del activo para producir utilidades, independientemente de la forma como haya sido financiado, ya sea con deuda o patrimonio.

$$\text{Rentabilidad Neta del Activo} = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Activo Total}}$$

La Rentabilidad Neta del Activo para la empresa DEMACO fue 4.575 % en promedio durante el período de análisis. Esto significa que cada unidad de Activo produce 0.04575 de Utilidades. Este Ratio tuvo su cúspide en el 2002 con 7.4% y su mínimo en el 2001 con 0.2%.

Rentabilidad Neta de Ventas.- Llamado también Margen Neto, muestran la utilidad de la empresa por cada unidad de venta.

$$\text{Rentabilidad Neta de Ventas (Margen Neto)} = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Ventas Netas}}$$

La Rentabilidad Neta de Ventas de DEMACO representa el 2.125 % en promedio, es decir, que cada unidad de Ventas provoca 0.02125 unidades de Utilidad Neta. Su punto más alto fue en el 2002 con 4.7 % y el más bajo en el 2000 con 0.1 %.



3.4. Comparación de Razones Financieras entre el Sector Comercio y DEMACO.

Un análisis de razones financieras no estaría completo si es que no tuviera contra quien medirse o compararse. En este momento es donde entra el comportamiento que ha tenido el sector comercial medido por las mismas razones financieras. A continuación se presenta un cuadro de las principales razones financieras de la empresa y del sector y luego se procederá a analizar cada una de ellas.

CUADRO 8

RAZONES FINANCIERAS DE DEMACO Y EL SECTOR COMERCIO 2001

	Sector Comercio	DEMACO Cía. Ltda.	Observaciones
Liquidez	1.914	2.558	Alta
Endeudamiento del Activo	0.712	0.911	Alta
Apalancamiento	10.902	11.258	Promedio
Rotación de Ventas	3.419	1.468	Baja
Impacto Gastos Adm. y Ventas	0.220	0.106	Promedio
Rentabilidad Neta del Activo	0.055	0.002	Baja
Rentabilidad Neta Ventas	-0.008	0.001	Alta

FUENTE: 1000 compañías más importantes del Ecuador.
ELABORADO POR: Autores

DEMACO Cía. Ltda. sigue un comportamiento estable y equilibrado en comparación al Sector Comercial, aunque presenta ciertas pequeñas desviaciones en algunos de sus principales ratios.



3.5. Comparación de Razones Financieras entre el Subsector 6172 y DEMACO.

Esta comparación se realiza entre DEMACO y el Subsector más cercano a la actividad realizada por la empresa, el cual está clasificado como 6172, Mayorista y Distribuidor de Artículos de Ferretería, Herramientas y Armería según el CIU⁹. A continuación se detallan los principales ratios financieros

CUADRO 9
RAZONES FINANCIERAS DE DEMACO Y EL SUBSECTOR 6172 2001

	Subsector 6172	DEMACO Cía. Ltda.	Observaciones
Liquidez	1.188	2.558	Alta
Endeudamiento del Activo	0.842	0.911	Alta
Apalancamiento	3.638	11.258	Alta
Rotación de Ventas	4.322	1.468	Baja
Impacto Gastos Adm. y Ventas	0.146	0.108	Baja
Rentabilidad Neta del Activo	0.035	0.002	Baja
Rentabilidad Neta Ventas	0.008	0.001	Baja

FUENTE: 1000 compañías más Importantes del Ecuador.
ELABORADO POR: Autores

El Sector Comercial y el Subsector 6172 no muestran diferencias significativas en los principales ratios, exceptuando el Apalancamiento y la Rentabilidad Neta Ventas, por lo cual el

⁹ Clasificación Internacional Industrial Uniforme de todas las Actividades Económicas, CIU.



comportamiento de la empresa va acorde con el del Subsector. Hay que tomar en cuenta que el Sector Comercial incluye muchos otros subsectores que no precisamente se dedican a la Actividad Económica de DEMACO.



CAPÍTULO IV: PROYECCIÓN DE ESTADOS FINANCIEROS

En este capítulo veremos la forma en que se puede utilizar parte de la información obtenida del análisis de los estados financieros para planear y controlar las operaciones futuras de la empresa a través de una serie de supuestos para la elaboración de las proyecciones del Estado de Resultados y el Flujo de Caja.

El objetivo de las proyecciones es determinar la cantidad de ingresos que la compañía generará y que posteriormente retendrá para su reinversión dentro del negocio durante los años proyectados, y con éstos determinar los correspondientes gastos y egresos que podría tener la compañía.

4.1. Determinación de la tasa de Proyección

La elaboración de las Proyecciones del Estado de Resultados se basan en la utilización de una tasa de proyección de 10%¹⁰ del crecimiento de las Ventas. La determinación de esta tasa de proyección se sustenta en las siguientes premisas:

¹⁰ La tasa de Proyección del 10% cubre el crecimiento del Sector y la Inflación.



El **Sector Comercial**¹¹ experimenta un crecimiento real durante el período de análisis, que en promedio es del 3.4%.

La **Inflación Anual Esperada** es una variable de gran importancia debido a que indica el porcentaje de crecimiento de los precios en general respecto al año anterior. La Inflación esperada para el año 2003 es de 7% y para los siguientes años proyectados se presume que ésta se reducirá al 6%, ya que sigue una tendencia decreciente.

DEMACO y sus altos ejecutivos poseen **Expectativas de Crecimiento Anual** del 10% basada en el conocimiento del negocio ferretero y acuerdos con los proveedores.

Las Compras Nacionales no influyen en la tasa de proyección, ya que la oferta nacional se ajusta fácilmente a la cantidad futura demandada por DEMACO.

La **Tasa de Crecimiento Promedio Anual de los Principales Productos Importados por parte de la Empresa**, posee alta influencia en la aplicación de esta tasa de proyección,

¹¹ El Análisis y Crecimiento del Sector Comercial se encuentra en el capítulo 2.

puesto que las importaciones no son tan flexibles como las compras nacionales. Para el caso de DEMACO la tasa de crecimiento de las importaciones apoya al porcentaje escogido como tasa de proyección ya que ésta se sitúa por encima de ella. Ver Anexo 9.

4.2. Sustentación de Supuestos para DEMACO CÍA. LTDA.

Para una mejor proyección de los Estados Financieros es necesario la elaboración de supuestos para efecto de la valoración de la empresa. Los supuestos expuestos a continuación han sido resultado del estudio a DEMACO Cía. Ltda. basándose en entrevistas a la Alta Gerencia, naturaleza y conocimiento del negocio, y principales indicadores económicos.



Horizonte de proyección

El Horizonte de proyección tanto para el Estado de Resultados como para el Flujo de Caja en la valoración de DEMACO Cía. Ltda. ha sido fijada a 5 años, para así permitir realizar un análisis más detallado de los factores que afectan el valor de la empresa a largo plazo, y observar los diferentes escenarios que se presentan en este mercado que se encuentra en pleno crecimiento.

Ventas

Para la proyección de las Ventas se considera su comportamiento histórico en los últimos cuatro años. Desde 1999 hasta 2002, DEMACO ha presentado incrementos en sus ventas que superan el 10% anual. Para este horizonte de proyección se ha supuesto un crecimiento nominal conservador del 10% anual de Ventas, sustentado en el crecimiento real del sector Comercial, importaciones, inflación anual esperada, compras nacionales y expectativas de crecimiento.

Costo de Ventas

El Costo de Ventas se compone de Compras Nacionales, Importaciones, Inventario Inicial y Final. Para estos rubros se supone que Las Compras Nacionales y las Importaciones aumentan exactamente en el mismo porcentaje que las Ventas, es decir, en 10% anual para todo el horizonte de proyección. En lo que respecta a Inventarios se toma el promedio del Inventario Final del período analizado que es 23.7% de las Ventas. El Inventario Final constituye el inventario Inicial del siguiente año. Además se supone que Las Compras e Importaciones aumentan en 10% debido sólo al



crecimiento del volumen de Ventas y no por que existan incrementos en los costos o precios.

Gastos de Administración y Ventas

Para la proyección del Estado de Resultados, a los Gastos Administrativos y de Ventas no se les ha designado una tasa específica de crecimiento; sin embargo, esto sí se ha aplicado a cada uno de sus componentes detallados a continuación:

Para los **Sueldos y Salarios, Arrendamientos, Combustibles, y Servicios Básicos** se ha supuesto un incremento anual de acuerdo a la inflación esperada del 7% en el 2003 y para los 4 años restantes de proyección el 6%.

Las **Comisiones en Ventas** conservan el 4% de las ventas para cada año proyectado.

Para las cuentas **Publicidad y Promociones, Seguros, Suministros, Gastos de Viaje, Gastos de Gestión, Cuentas Incobrables, Impuestos y Contribuciones, y Otros Gastos de Administración y Ventas** se sigue con la política adoptada en el



año 2002, los porcentajes son 0.04%,0.14%,0.2%, 0.05%, 0.09%, 0.16%, 0.09% y 2.3% respectivamente en relación a las ventas.

Impuesto a la Renta y Participación a Trabajadores

Se ha tomado como supuesto a lo largo de todo el horizonte de valoración la tasa del 25% de Impuesto a la renta y del 15% de participación de los trabajadores, ya que esta ley ha estado en vigencia en años pasados hasta la actualidad.

Ingresos y Egresos No Operacionales

Los Ingresos No Operacionales obedecen a los descuentos por pronto pago y comisiones por ventas recibidas por los principales proveedores. Para el horizonte de proyección los Ingresos No Operacionales serán del 2.50% de las ventas.

Los Egresos No Operacionales se establecen con el 2% de las ventas como Provisión para cualquier imprevisto que se presente en la empresa a lo largo de este período.



Activos Fijos y Depreciación

En lo que respecta al Activo Fijo, no se prevé inversión alguna durante los cinco años. Es decir, la depreciación se basa en los Activos ya adquiridos y aún no depreciados en su totalidad. Además se supone que el método de depreciación utilizado durante este período será el Método de Línea Recta, el cual se ha venido aplicando en años anteriores (Ver Anexo 10). De acuerdo a las políticas de la empresa, las tasas anuales con las que se deprecian los Activos fijos son las que se muestran en el siguiente cuadro.

CUADRO 10
POLÍTICAS DE DEPRECIACIÓN

Activo Fijo	Tasas
Vehículos	20%
Edificios	5%
Muebles y Enseres	10%
Equipos de Computación	33%

FUENTE: DEMACO Cía. Ltda.
ELABORADO POR: Autores



Intereses

La empresa dispone de una deuda a largo plazo en el año 2002 de 1,848,300.04 dólares. Este valor está compuesto por 2 partes: la primera se la realiza con los proveedores de DEMACO, los cuales no cobran interés alguno. La segunda parte se contrata

con terceras personas y es de 300,000 dólares, la cual genera intereses a una tasa del 6% anual y los comienza a pagar en el 2003. La tabla de amortización de esta deuda se encuentra en el Anexo 11, y la forma de amortización del capital es un acuerdo entre DEMACO y sus financistas¹².

4.3. Proyección de los Estados de Resultados

En base a los supuestos que se expusieron anteriormente, se ha procedido a hacer la proyección del Estado de Resultados¹³ para los años 2003-2007. En el cuadro 9 se muestra un resumen, en donde se puede observar como resultado una Utilidad Neta más baja en los primeros años de proyección en relación al año 2002¹⁴; esto se debe a que en los años posteriores al 2002, aparecen los Egresos No Operacionales, alrededor del 2% de las ventas, que son utilizados como una provisión contra cualquier eventualidad o contratiempo que se pueda suscitar dentro de la empresa, y es exactamente este rubro el que ha provocado esa gran disminución en la Utilidad Neta, pero a medida que transcurre el tiempo la Utilidad Neta va incrementándose. (Gráfico 20).

¹² Entrevista con el Arq. Raúl Gómez, Gerente General de DEMACO Cía. Ltda..

¹³ El Estado de Resultados proyectado al horizonte completo se encuentra en el Anexo 12.

¹⁴ Ver anexo Estado de Resultados Año 2002 anexo 1

CUADRO 11
PROYECCIÓN ESTADOS DE RESULTADOS

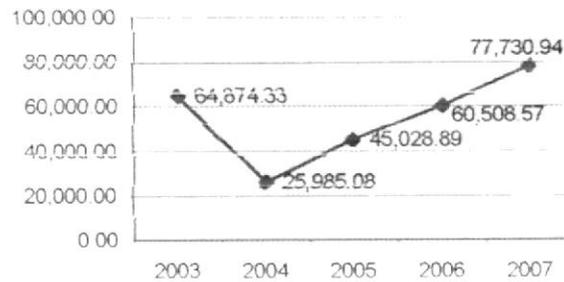
ESTADO DE RESULTADOS	2003	2004	2005
INGRESOS			
Ingresos Operacionales			
Ventas Gravadas con Tarifa 12% y 14%	6,941,830.29	7,636,013.32	8,399,614.65
Ventas Gravadas con Tarifa 0%			
TOTAL INGRESOS	6,941,830.29	7,636,013.32	8,399,614.65
COSTOS Y GASTOS			
Costo de Ventas			
Inventario Inicial de Bienes	1,409,382.89	1,645,213.78	1,809,735.16
Compras Netas de Bienes	5,936,161.59	6,529,777.75	7,182,755.53
Importaciones de Bienes	390,743.73	429,818.10	472,799.91
(-) Inventario Final de Bienes	1,645,213.78	1,809,735.16	1,990,708.67
Total Costo de Ventas	6,091,074.43	6,795,074.48	7,474,581.92
MARGEN BRUTO	850,755.86	840,938.84	925,032.73
Gtos de Administracion y Ventas			
Sueldos y Salarios, Beneficios Sociales	197,473.45	209,321.86	221,881.17
Honorarios a Personas Naturales			
Arrendamiento de Bienes Inmuebles a Personas Naturales	4,237.20	4,491.43	4,760.92
Comisiones en Ventas	277,673.21	305,440.53	335,984.59
Promocion y Publicidad	2,776.73	3,054.41	3,359.85
Combustibles	10,789.85	11,437.24	12,123.47
Seguros	9,718.56	10,690.42	11,759.46
Suministros y Materiales	13,883.66	15,272.03	16,799.23
Gastos de Gestion	3,470.92	3,818.01	4,199.81
Gastos de Viaje	6,247.65	6,872.41	7,559.65
Agua, Energia, Luz y Telecomunicaciones	34,265.04	36,320.94	38,500.20
Notarios y Registradores de la Propiedad			
Impuestos Contribuciones y Otros	6,247.65	6,872.41	7,559.65
Depreciacion de Activos Fijos	28,148.41	23,720.39	15,678.74
Ctas. Incobrables	11,106.93	12,217.62	13,439.38
Otros Gastos de Administracion y Ventas	159,662.10	175,628.31	193,191.14
Total Gtos. De Administracion y de Ventas	765,701.35	825,156.00	886,797.26
UTILIDAD OPERACIONAL	85,054.51	15,780.84	38,235.47
Ingresos No Operacionales	173,545.76	190,900.33	209,990.37
Egresos No Operacionales	138,836.61	152,720.27	167,992.29
UTILIDAD ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS	119,763.66	53,960.91	80,233.55
GTOS. FINANCIEROS			
Intereses y Comisiones	18,000.00	13,200.00	9,600.00
UTILIDAD ANTES DE 15% PART. TRAB. y 25% IMP. RENTA	101,763.66	40,760.91	70,633.55
Participacion a Trabajadores	15,264.55	6,114.14	10,595.03
UTILIDAD ANTES DE 25% IMP. RENTA	86,499.11	34,646.77	60,038.51
Impuesto a la Renta	21,624.78	8,661.69	15,009.63
UTILIDAD NETA	64,874.33	25,985.08	45,028.89

FUENTE: DEMACO Cia. Ltda.
ELABORADO POR: Autores



GRÁFICO 20

UTILIDAD NETA PROYECTADA



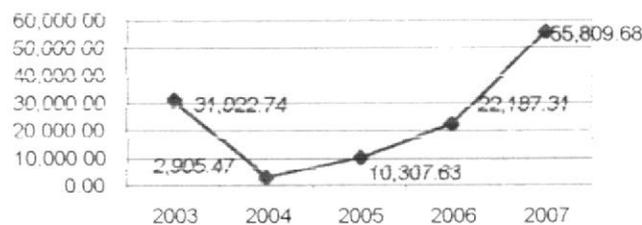
FUENTE: DEMACO Cía. Ltda.
ELABORADO POR: Autores

4.4. Proyección del Flujo de Caja Libre (Free Cash Flow)

De igual manera se ha procedido a proyectar el Flujo de Caja Libre a cinco años, bajo los mismos supuestos, y los resultados obtenidos se pueden apreciar a continuación en el siguiente Gráfico y Cuadro.

GRÁFICO 21

FLUJO DE CAJA LIBRE DE FONDOS



FUENTE: DEMACO Cía. Ltda.
ELABORADO POR: Autores



CUADRO 12
PROYECCIÓN DE FLUJO DE CAJA LIBRE DE FONDOS

Flujo de Caja FREE CASH FLOW	2003	2004	2005	2006	2007
Utilidad Antes de interes e impuestos (UAIi)	119,763.66	63,960.91	60,233.55	100,915.41	124,330.89
-Impuestos sobre el UAIi	36,889.33	14,775.83	25,604.66	34,406.83	44,199.95
Utilidad Operativa luego de Impuestos	82,874.33	39,185.08	54,628.89	66,508.57	80,130.94
+ Depreciación y Amortización	28,148.41	23,720.39	15,678.74	15,678.74	15,678.74
Flujo de Caja Bruto	111,022.74	62,905.47	70,307.63	82,187.31	95,809.68
Pago del Capital	80,000.00	60,000.00	60,000.00	60,000.00	40,000.00
Flujo de Caja FCF	31,022.74	2,905.47	10,307.63	22,187.31	55,809.68

FUENTE: DEMACO Cía. Ltda.
ELABORADO POR: Autores

El cuadro anterior muestra una proyección a cinco años de los Flujos de Fondos Libres¹⁵ con la que cuenta la empresa, para así prever para el futuro posibles inversiones que se deseen realizar después de esos años. Este Flujo de Caja no toma en cuenta los Desembolsos de Capital, sin embargo, el análisis no queda inconcluso ya que los flujos obtenidos se pueden reinvertir. Además para la ejecución de cualquier proyecto adicional o futuro se tomará el criterio del $VAN \geq 0$ ¹⁶.

¹⁵ El Flujo Libre de Fondos proyectado al horizonte de planeación se encuentra en el Anexo 13.

¹⁶ Mayor explicación ir a Valoración de DEMACO, capítulo 5.



El Gráfico 21 muestra cómo los flujos después del 2003 van aumentando ya que en los años anteriores no existían Egresos No Operacionales y la Utilidad se veía afectada teniendo un aumento considerable, y esto se ve reflejado en los flujos de caja; pero luego se van recuperando a medida que transcurre el tiempo.



CAPÍTULO V: PROCESO PARA LA VALORACIÓN DE LA EMPRESA

Una vez proyectado los Estados financieros se empieza la valoración. En este proyecto se ha escogido como método de valoración para DEMACO Cía. Ltda. el basado en el descuento de flujos de fondos, también llamado Free Cash Flows o Flujos de Fondos libre de acuerdo con el libro “Valoración de Empresas” de Pablo Fernández. Este método refleja en forma más realista la situación futura de cualquier empresa debido a que toma en cuenta factores que pueden afectar a la empresa en el futuro y a toda su estructura. Existen muchos métodos para poder valorar una empresa, pero tienen sus falencias ya que son estáticos y no ven la realidad de la empresa en el futuro.

El Flujo de Fondos Libre (**FCF**) permite obtener directamente el valor total de la empresa (**deuda y acciones : D + E**). 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. Este método trata de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero llamados Cash Flows, que generará en el



futuro, para así luego descontarlos a una tasa de descuento apropiada según el riesgo de dichos flujos.

5.1. Determinación de la tasa de descuento

Una vez obtenido el free cash flow operativo calculamos la tasa de descuento apropiada para descontar los flujos futuros. A esta tasa se la conoce como el costo promedio ponderado de deuda y acciones o costo promedio ponderado de los recursos (weighted average cost of capital, WACC). Se calcula ponderando el costo de la deuda (K_d) y el costo del patrimonio (K_e), en función de la estructura financiera de la empresa.

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

- Siendo:
- D = Valor contable de la deuda,
 - E = Valor contable del patrimonio.
 - K_d = Costo de la deuda antes de impuestos.
 - T = Tasa impositiva.
 - K_e = Rentabilidad exigida a las acciones, que refleja el riesgo de las mismas.
 - V = Valor contable de la empresa año 2002



Los Datos¹⁷ para la obtención del WACC de la empresa DEMACO Cía. Ltda. son:

$$E = 742,545.96$$

$$D = 3,269,905.85$$

$$V = 4,012,451.81$$

$$D/V = 3,269,905.85 / 4,012,451.81 = 81.49\%$$

$$E/V = 742,545.96 / 4,012,451.81 = 18.51 \%$$

$$Kd = 6\%^{18}$$

$$Ke = 22.64\%^{19}$$

Si bien es cierto que la ke para el mercado ferretero no es la misma que la del Sector Comercial debido a que poseen riesgos diferentes, no se considera incorrecta su utilización, ya que la diferencia de riesgos se ve compensada con la disminución del riesgo moral que tiene DEMACO al ser una empresa familiar.

¹⁷ Estos datos se encuentran en el Balance General Año 2002, Anexo 2.

¹⁸ El costo de la deuda, Kd, para DEMACO es del 6%, tasa de interés a la cual la empresa se financia a través de terceras personas entre ellas proveedores. Entrevista con Arq. Raúl Gómez, Gerente General de DEMACO

¹⁹ La rentabilidad exigida de las acciones, Ke, para DEMACO representa la TMAR de los accionistas. En este caso, no existe una tasa de rentabilidad para empresas de este mercado en particular, Ferretero, debido a la falta de información en dicho mercado, por lo que se considera como una buena aproximación el utilizar la tasa de interés que cualquier inversionista pudiese obtener si invierte en acciones de una empresa del Sector Comercial. Esta tasa de interés es la rentabilidad promedio de las acciones que conforman el Índice IRECU cotizadas en la Bolsa de Valores de Guayaquil. Entrevista con Econ. Mauricio Murillo, Dept. Estadística B.V.G.



Aplicando estos datos a la fórmula del WACC se obtiene el siguiente resultado:

$$\begin{aligned}
 &= [(0.06)(1-0.25)(3,269,905.85/4,012,451.81)] \\
 &\quad + 0 + [0.2264 (742,545.96/ 4,012,451.81)] \\
 &= \mathbf{7.86\%}
 \end{aligned}$$

Esta tasa de 7.86% es el Costo Promedio Ponderado del Capital, es decir, es el costo de oportunidad que tiene la empresa o la Tasa a la que se van a descontar los Flujos Libres de Fondos.

5.2. Análisis de Sensibilidad

Para una correcta valoración de una empresa es necesario realizar un análisis de sensibilidad, ya que esto nos ayuda a evaluar o determinar cuáles son las variables claves que pueden generar alguna alteración en el pronóstico del proyecto, en este caso, a los flujos proyectados. El análisis de sensibilidad es una técnica que muestra en forma exacta la cantidad en que cambiará el VAN en respuesta a un cambio determinado de una variable, si se mantiene todo lo demás constante. Los objetivos principales son: Identificar principales cuentas (variables problemáticas), reducir la incertidumbre y analizar cambios en la utilidad de la empresa.



El Análisis de Sensibilidad para DEMACO se ha realizado a las dos cuentas más importantes y representativas: Ingresos y Costo de Ventas. Este análisis consiste en evaluar distintos porcentajes de reducción en los Ingresos Proyectados y de aumento en las Compras e Importaciones de los Costos de Venta Proyectados, manteniendo el resto de cuentas constantes²⁰, para así determinar cuanto pueden disminuir los Ingresos e incrementar las Compras e Importaciones de los Costos de Venta sin que existan pérdidas para la empresa.

Una vez realizado el Análisis de Sensibilidad se obtienen los siguientes resultados (Ver Anexo 14).

- Cada Rubro de los Ingresos Proyectados no debe disminuir más allá del 1.14%.

- Cada Rubro de Compras e Importaciones de los Costos de Venta Proyectados no debe incrementarse por encima del 1.21%.



²⁰ Al aplicar el Análisis de Sensibilidad en el caso de los Ingresos, estos cambios afectan directamente a otras cuentas ya que están en función de ellos.

Estos resultados deben cumplirse para que la empresa no incurra en pérdidas durante su tiempo de operación proyectado, es decir, que el Valor Actual Neto no sea menor que cero.

5.3. Valoración de DEMACO

Una vez obtenida la tasa de descuento, WACC, se procede a la valoración de la empresa trayendo todos los Flujos Libres de Fondos a Valor Presente, utilizando el método del VAN.

El Van o Valor Actual Neto es uno de los métodos que toma en cuenta el valor del dinero en el tiempo descontados a la tasa de rendimiento requerido por la empresa, en este caso el WACC. Este método consiste en determinar el Valor Presente de todos los Flujos Futuros Efectivos que se espera que genere un proyecto, y luego sustraer la inversión original para precisar el beneficio neto que la empresa obtendrá del hecho de invertir en el proyecto. Si el Beneficio Neto que se ha calculado sobre la base de un Valor Presente (es decir, el VAN) es mayor o igual a cero, el proyecto se considera una inversión aceptable.

$$\text{Valor Actual Neto} = \sum_{i=1}^n \frac{\text{FCF}_i}{(1+\text{WACC})^i} \geq 0$$



En este caso, DEMACO no es un proyecto nuevo sino una empresa ya existente, por lo cual el VAN no toma en cuenta la Inversión Inicial, sólo se realiza descontando los flujos futuros esperados de los 5 años y a partir del sexto año se asume una perpetuidad siendo el flujo el del último año proyectado.

El siguiente cuadro muestra el VAN de la Empresa y los diferentes flujos futuros esperados, cada uno traído al valor presente con la Tasa del Costo Promedio Ponderado del Capital WACC, que es 7.86%.

CUADRO 13
FCF A VALOR PRESENTE

Tasa de descuento		7.86%
Años	Flujos	Valor Presente
2003	31,022.74	31,022.74
2004	2,905.47	2,693.74
2005	10,307.63	8,860.08
2006	22,187.31	17,681.68
2007	55,809.68	41,235.18
En adelante	95,809.68 ²¹	1,218,952.68
Valor de la Empresa		1,320,446.10

FUENTE: Flujo de Caja Proyectado Anexo 12
ELABORADO POR: Autores



²¹ Este flujo no toma en cuenta ninguna amortización de la deuda, ya que, ésta se paga en su totalidad al final del año 2007.

Después de aplicar el VAN, se determina que DEMACO tiene un Valor Económico-Financiero de \$ 1,320,446.10, que corresponde sólo al valor del negocio puesto en marcha, dado que no se está tomando en cuenta la reventa de Activos.



CAPÍTULO VI: DEMACO Y SU POSIBLE INCURSIÓN EN EL MERCADO DE VALORES

6.1. Concepto de Mercado Financiero y Mercado de Valores

Un mercado financiero²² es un lugar físico o no donde se negocian activos financieros. Los mercados financieros a largo plazo se denominan de manera común mercados de capitales. Los principales atributos de este mercado son:

- Permite la determinación de precios.
- Brinda mayor liquidez.
- Baja los costos de transacción.

El más conocido es el mercado de valores, aquel centro donde se produce el intercambio de activos financieros. Existen diferentes mercados de valores, pero la diferencia fundamental de éstos viene dada por el hecho de que se emitan activos financieros (en cuyo caso se denomina mercado primario o de emisión), o que se negocien valores (llamado mercado secundario o de negociación).



²² Sacado de la página web www.mundobvg.com/ financiamiento

En el mercado de emisión o primario se negocian las acciones y obligaciones emitidas por primera vez. Mientras que en el mercado secundario, se negocian las acciones y obligaciones ya existentes, y que por lo tanto se encuentran en circulación. Por lo general se establece una relación entre los mercados de emisión y los secundarios. Buena parte del éxito de los mercados de emisión se debe al buen funcionamiento y a la amplitud de los mercados secundarios. Un buen mercado secundario es la mejor garantía para la colocación de títulos en los mercados de emisión ya que aumentan mucho la liquidez de los mismos. A veces, los mercados secundarios pueden actuar también como mercados de emisión.

6.2 . Ventajas de emitir en el Mercado de Valores

Las principales ventajas de emitir en el Mercado de Valores son:

- El Prestigio y la Imagen de la empresa.
- Financiamiento a Tasas Competitivas.
- Proporcionar liquidez a los accionistas.
- Valoración Objetiva De La Empresa.



- Acceso A Toda La Comunidad de Inversionistas.
- Amplios Plazos De Financiamiento.
- Oportunidad De Mejorar La Relación Deuda-Patrimonio.

6.3. Por qué las empresas no se financian por medio del Mercado de Valores

En el Ecuador, no existe actualmente un Mercado de Valores competitivo y la mayor parte de las empresas no miran este mercado como un medio de financiamiento. Los principales obstáculos que impiden el desarrollo de este mercado son:

1. Los costos de la emisión.
2. La calificación de riesgo.
3. La colocación de los títulos.
4. El emisor debe reportar información periódica y constante.
5. La falta de apertura del capital.
6. El reducido número de compañías.



6.4. Obligaciones y Acciones.- Conceptos.

Obligaciones.- Son los valores emitidos por las compañías anónimas, de responsabilidad limitada, sucursales de compañías

extranjeras domiciliadas en el Ecuador u organismos seccionales, que reconocen o crean una deuda a cargo de la emisora.

Existen varios tipos de obligaciones. Por su plazo, pueden ser Papel Comercial cuando son a corto plazo, y Obligaciones A Largo Plazo, cuando éste sea superior a trescientos sesenta días contados desde su emisión hasta su vencimiento. Por su estructura financiera, pueden ser Cero Cupón o Con Intereses, dependiendo de si pagan o no intereses. Las obligaciones también pueden ser convertibles en acciones, las cuales dan el derecho a su tenedor de exigir alternativamente que el emisor le pague el valor de dichas obligaciones conforme a las disposiciones generales, o las convierta en acciones de acuerdo a las condiciones estipuladas en la escritura pública de emisión.

Acciones.- Son títulos valores de renta variable. Es decir, son el conjunto de activos financieros que no tienen un vencimiento fijo y cuyo rendimiento, en forma de dividendos o capital, variará según el desenvolvimiento del emisor. Todas las acciones inscritas en Bolsa pueden ser únicamente negociadas en el mercado bursátil, a excepción de las transferencias de acciones originadas en fusiones,



escisiones, herencias, legados, donaciones y liquidaciones de sociedades conyugales o de hecho.

Las acciones deben ser nominativas, es decir, el nombre del dueño debe constar en el título. Según los derechos que le otorgan a los accionistas, pueden ser ordinarias o preferidas: son ordinarias cuando confieren todos los derechos de ley, y son preferidas cuando no conceden derecho a voto, pero sí derechos especiales en cuanto al pago de dividendos y en el caso de que la compañía entre en liquidación.

6.5. Proceso para emitir Obligaciones o Acciones

Para poder efectuar una oferta pública de obligaciones o acciones, previamente se deberá cumplir con los siguientes requisitos²³:

1. La empresa deberá estar legalmente constituida dado el aval por la Superintendencia de Compañías.
2. Tener la calificación de riesgo para aquellos valores representativos de deuda o provenientes de procesos de titularización, de conformidad al criterio de calificación



²³ Sacado de la Ley de Mercado de Valores 1998.

establecido en esta Ley. Únicamente se exceptúa de esta calificación a los valores emitidos, avalados o garantizados por el Banco Central del Ecuador o el Ministerio de Finanzas, así como las acciones de compañías o sociedades anónimas, salvo que por disposición fundamentada lo disponga el Consejo Nacional de Valores (C.N.V.) para este último caso.

3. Encontrarse autorizado por el C.N.V. y estar inscrito en el Registro del Mercado de Valores tanto el emisor como los valores a ser emitidos por éste.
4. Inscripción en la Bolsa de Valores de Guayaquil.
5. Haber puesto en circulación un prospecto o circular de oferta pública que deberá ser aprobado por la Superintendencia de Compañías.

La Superintendencia de Compañías procederá a la inscripción correspondiente en el Registro del Mercado de Valores, una vez que los emisores le hayan proporcionado, la información completa, veraz y suficiente sobre su situación financiera y jurídica de conformidad con las normas que expida el C.N.V.

6.6. Impacto de las Opciones de Financiamiento

Este análisis tiene como meta el cumplimiento de dos objetivos: 1) Proporcionar alternativas a la empresa de refinanciamiento de deuda que le permita aminorar sus costos financieros y por consiguiente el aumento en las utilidades, y 2) En el caso de que DEMACO Cía. Ltda. quisiera realizar una futura inversión. Para esto se han determinado tres escenarios posibles de financiamiento, tomando en cuenta como monto requerido, el rubro de la deuda a largo plazo del 2002 (300,000 dólares). Los escenarios son los siguientes:

1. **Préstamo Bancario.**- La primera opción a considerar es la de financiarse a través de una entidad Bancaria a una tasa del 16%²⁴ anual (8% semestral) y a un plazo de 5 años (10 semestres). Para ser sujeto de este préstamo es necesario dejar las garantías correspondientes y pagar una comisión al banco del 2.5%²⁵ flat sobre el monto. A continuación, se detalla la tabla de amortización del crédito bancario.



²⁴ Tasa Activa a la cual DEMACO ha sido objeto de préstamos.

²⁵ Comisión promedio que cobran las entidades bancarias al momento de otorgar el préstamo

CUADRO 14
TABLA DE AMORTIZACIÓN CRÉDITO BANCARIO

Tasa promedio de crédito corporativo			16.00%	
Monto Crédito			300,000.00	
Costo Anticipado (Impuesto)	2.5%		7,500.00	
Plazo en Semestres			10	
Total recibido			292,500.00	
Cupón	Saldo por amortizar	Intereses	Amortización	Flujo
0	300,000.00			292,500.00
1	270,000.00	24,000.00	30,000.00	54,000.00
2	240,000.00	21,600.00	30,000.00	51,600.00
3	210,000.00	19,200.00	30,000.00	49,200.00
4	180,000.00	16,800.00	30,000.00	46,800.00
5	150,000.00	14,400.00	30,000.00	44,400.00
6	120,000.00	12,000.00	30,000.00	42,000.00
7	90,000.00	9,600.00	30,000.00	39,600.00
8	60,000.00	7,200.00	30,000.00	37,200.00
9	30,000.00	4,800.00	30,000.00	34,800.00
10	-	2,400.00	30,000.00	32,400.00

FUENTE: DEMACO Cía. Ltda.
ELABORADO POR: Autores

- 2. Emisión de Obligaciones.-** La segunda opción es financiarse mediante una emisión de obligaciones, la cual se hará por el mismo monto requerido (300,000 dólares), con vencimiento a 5 años (10 semestres), con cupones semestrales a una tasa del 7% anual (3.5% semestral) y con amortizaciones iguales de capital pagaderos semestralmente. El financiamiento mediante obligaciones cuenta además con costos iniciales y costos anuales de mantenimiento propios de la emisión (Ver Cuadro 15).



CUADRO 15
COSTOS INICIALES DE LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

COSTOS INICIALES		
EMISION DE OBLIGACIONES		
		US\$
MONTO REQUERIDO		300.000.00
Preparación de la emisión		
		US\$
Comisión Asesoría Casas de Valores	0.45% de Negociado	1,350.00
Agente Pagador	0.1% de Negociado	300.00
Calificación de Riesgo		3,000.00
Prospecto y emisión de títulos		1,000.00
Gastos Legales		1,000.00
Representante Obligacionistas		500.00
Inscripción en el Registro de Mercado de Valores		
Cuota	0.05% de Negociado	150.00
Inscripción en Bolsa de Valores		
Cuota BVG ²⁶	0.025% Patrimonio Cía.	200.00
Colocación de los Títulos		
Comisión colocación Casas de Valores	0.25% de Negociado	750.00
Comisión Negociación BVG	0.1% de Negociado	300.00
TOTAL COSTO	US\$	8,550.00
FONDOS NETOS OBTENIDOS	US\$	291,450.00
COSTOS ANUALES DE MANTENIMIENTO		
		US\$
Cuota Mantenimiento en BVG	0.025% Patrimonio Cía.	200.00
Actualización de Calificación Riesgo	Pagos Semestrales 500	1000.00
Representante Obligacionista		500.00
Agente Pagador	0.1% Pagado	
TOTAL COSTO ANUAL	US\$	1700.00

FUENTE: Bolsa de Valores de Guayaquil y Casa de Valores Multivalores BG
ELABORADO POR: Autores



²⁶ Cuota BVG: Cuota mínima \$ 200.00 o 0.025% del Patrimonio de la empresa. Patrimonio de DEMACO: \$ 742,545.96, Ver anexo 2.

La tabla de amortización para las obligaciones es la que se muestra en el siguiente cuadro.

CUADRO 16
TABLA DE AMORTIZACIÓN DE LAS OBLIGACIONES

Monto		300.000						
Tasa Cupón		7.00%						
Pago Cupones		Semestral						
Amortización del Capital		Semestral						
Vencimiento Semestres		10						
Cupón	Saldo Amortizar	Interes	Amortiz. de Capital	Actualiz. Calif. Riesgo	Cuota Manten. en BVG	Rep. Obligac.	Agente Pagador	Flujo
0	300.000.00							291.450.00
1	270.000.00	10.500.00	30.000.00	500.00			40.50	41.040.50
2	240.000.00	9.450.00	30.000.00	500.00	200.00	500.00	39.45	40.689.45
3	210.000.00	8.400.00	30.000.00	500.00			38.40	38.938.40
4	180.000.00	7.350.00	30.000.00	500.00	200.00	500.00	37.35	38.587.35
5	150.000.00	6.300.00	30.000.00	500.00			36.30	36.836.30
6	120.000.00	5.250.00	30.000.00	500.00	200.00	500.00	35.25	36.485.25
7	90.000.00	4.200.00	30.000.00	500.00			34.20	34.734.20
8	60.000.00	3.150.00	30.000.00	500.00	200.00	500.00	33.15	34.383.15
9	30.000.00	2.100.00	30.000.00	500.00			32.10	32.632.10
10	-	1.050.00	30.000.00	500.00	200.00	500.00	31.05	32.281.05

FUENTE: Bolsa de Valores de Guayaquil y Casa de Valores Multivalores BG
ELABORADO POR: Autores



3. **Emisión de Acciones.-** La tercera opción es la emisión de acciones. La ventaja de financiarse a través de acciones es que la empresa no incurre en altos costos financieros al momento de la emisión y al inversionista le ofrece la oportunidad de participar de la empresa y fomentar así el desarrollo de la misma. Los costos iniciales de emisión tanto como los costos anuales de mantenimiento son los mismos que los de las obligaciones;

exceptuando la calificación de riesgo y el agente pagador, los cuáles no se necesitan para la emisión de acciones.

Sin embargo, en nuestro país, el mercado accionario no está desarrollado, ya que no existe una cultura de inversión en este mercado por parte de los inversionistas. Así lo demuestra el departamento de estadísticas que del 100% de lo que se negocia en la Bolsa de Valores de Guayaquil, el 99% pertenece a renta fija y sólo el 1% se dirige a la renta variable (acciones). Pruebas de esto es que desde mediados del año 2002 hasta la fecha no se ha registrado una nueva emisión de acciones. El rendimiento promedio de las acciones que cotizan en B.V.G. es de 22.64%, lo que muestra que los inversionistas exigen una alta rentabilidad para compensar el riesgo.²⁷

Por estas razones se ha omitido el análisis de flujos de costos en la emisión de acciones.

6.7. ¿Cuál es la mejor opción para DEMACO?

En base a lo anteriormente expuesto, y dado los conocimientos que se tiene de la empresa, emitir obligaciones sería

²⁷ Entrevista con Ec. Mauricio Murillo y Ec. Fátima Alvarado, Departamento Estadística y Divulgación respectivamente.

la mejor forma de, primero, reestructurar sus pasivos para disminuir los gastos y aumentar la utilidad, y segundo, realizar futuras inversiones en comparación con el crédito bancario, ya que, a DEMACO le resultaría menos costoso (revisando los flujos semestrales a pagar de ambas opciones) financiarse por esta vía, como lo confirma el siguiente cuadro:

CUADRO 14
FLUJOS DE COSTOS: BANCOS VS. OBLIGACIONES

Semestre	Banco	Obligaciones	Diferencia
1	54,000.00	41,040.50	12,959.50
2	51,600.00	40,689.45	10,910.55
3	49,200.00	38,938.40	10,261.60
4	46,800.00	38,587.35	8,212.65
5	44,400.00	36,836.30	7,563.70
6	42,000.00	36,485.25	5,514.75
7	39,600.00	34,734.20	4,865.80
8	37,200.00	34,383.15	2,816.85
9	34,800.00	32,632.10	2,167.90
10	32,400.00	32,281.05	118.95

FUENTE: Autores
ELABORADO POR: Autores



La ventaja que ofrece la emisión de obligaciones es la versatilidad de la deuda, pues se estructura la misma exclusivamente de acuerdo a las necesidades de la empresa y a sus flujos de ingresos y egresos. Además el capital de los inversionistas llega directamente a la empresa, sin intermediarios, a una tasa de

interés mucho más conveniente tanto para el inversionista como para la empresa que recibe el financiamiento.

6.8. Inclusión de la Emisión de Obligaciones en el Flujo de Caja Proyectado y VAN

A continuación, se presentan el nuevo Flujo de Caja Proyectado²⁸ y el nuevo VAN de la empresa una vez incluida la emisión de Obligaciones.

CUADRO 15
FLUJO DE CAJA PROYECTADO INCLUIDAS OBLIGACIONES

Flujo de Caja FREE CASH FLOW	2003	2004	2005	2006	2007
Utilidad Antes de interes e impuestos (UAll)	119,763.66	53,960.91	80,233.55	100,915.41	124,330.89
-Impuestos sobre el UAll	36,182.45	13,851.45	24,897.79	33,917.46	43,928.07
Utilidad Operativa luego de Impuestos	83,581.21	40,109.45	55,335.76	66,997.95	80,402.82
+ Depreciación y Amortización	28,148.41	23,720.39	15,678.74	15,678.74	15,678.74
Flujo de Caja Bruto	111,729.62	63,829.84	71,014.50	82,676.69	96,081.56
Pago del Capital	60,000.00	60,000.00	60,000.00	60,000.00	60,000.00
Flujo de Caja FCF	51,729.62	3,829.84	11,014.50	22,676.69	36,081.56

FUENTE: Autores
ELABORADO POR: Autores



²⁸ El Estado de Resultados Proyectado incluida la Emisión de Obligaciones se puede apreciar en el Anexo 15



CUADRO 16
FCF A VALOR PRESENTE INCLUIDAS OBLIGACIONES

Tasa de descuento		7.86%
Años	Flujos	Valor Presente
2003	51,729.62	51,729.62
2004	3,829.84	3,550.75
2005	11,014.50	9,467.69
2006	22,676.69	18,071.67
2007	36,081.56	26,658.98
En adelante	96,081.56 ²⁹	1,222,411.65
Valor de la Empresa		1,331,890.37

FUENTE: Autores
ELABORADO POR: Autores

Una vez traídos a Valor Presente los Flujos Libres de Fondos que incluyen los costos de las Obligaciones, el nuevo VAN es 1,331,890.37 dólares. Esta cifra equivale sólo al Valor del negocio puesto en marcha con la emisión de Obligaciones más no incluye la reventa de Activos. El nuevo VAN resulta ser mayor que el VAN sin la inclusión de Obligaciones. Es decir, la emisión de Deuda es una mejor forma de financiamiento que la que posee actualmente debido a la forma de amortización actual del capital.



²⁹ Este flujo no toma en cuenta ninguna amortización de la deuda, ya que, ésta se paga en su totalidad al final del año 2007

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

CONCLUSIONES

1. El Proceso de Valoración permite determinar el valor económico y financiero de DEMACO Cía. Ltda., ya que ésta no cuenta con un referente ni en el Mercado ni en la Bolsa de Valores. En el caso de que la empresa quiera ser vendida o fusionada, su valor Económico – Financiero es de 1,320,446.10 dólares, tomando en cuenta que sólo representa el valor del negocio puesto en marcha sin contemplar la reventa de infraestructura y demás activos.
2. DEMACO cuenta con una privilegiada posición dentro del mercado ferretero, gracias a su estabilidad en precios, calidad y descuentos. Es por este motivo que la empresa ha ido incrementando sus ventas a pesar de la alta competencia.
3. La tasa de descuento de los Flujos Esperados para la Valoración de DEMACO es 7.86%.



4. DEMACO es una empresa muy sensible a variaciones pequeñas en sus rubros más importantes. Puesto que se incurriría en pérdidas ($VAN < 0$) con una disminución de los Ingresos del 1.14% o con un aumento de la Compras e Importaciones de los Costos de Venta del 1.21%.
5. El Control y Administración de Inventarios que manejaba DEMACO carecía de eficiencia ya que no se contaba con un método adecuado que le permita conocer con exactitud las unidades vendidas por producto y las unidades en stock. a través de los años.
6. El Valor Económico – Financiero de DEMACO con la inclusión de las Obligaciones es de 1,331,890.37 dólares, tomando en cuenta que sólo representa el valor del negocio puesto en marcha sin contemplar la reventa de infraestructura y demás activos.
7. La emisión de Obligaciones es una mejor forma de financiamiento que la que posee en la actualidad, debido a la forma de cómo se amortiza el capital.



RECOMENDACIONES

1. Establecer un mejor control en lo que respecta a la parte contable, administrativa y de inventarios, mediante la adquisición de nuevos software contables para llevar un mejor seguimiento del negocio, ya que no se conoce el número exacto de unidades vendidas anualmente.
2. Discernir, de entre los gastos operativos, los más importantes y prioritarios para el mantenimiento y operación de la empresa. Además realizar proyecciones presupuestarias de cada uno de estos Gastos de Administración y Ventas para evitar mayores desembolsos de los necesarios, en este caso una retroalimentación de los pronósticos realizados.
3. Mantener el establecimiento de objetivos de Ventas y cumplimiento de los mismos, ya que esto aumentaría los márgenes de la empresa y su, respectivo crecimiento.



4. Hacer más participe a todos los empleados de la empresa con respecto al crecimiento de la misma, ya sea por bonos o participaciones en las nuevas ganancias, debido a una mayor eficiencia en el uso de los recursos.
5. Realizar estudios tales como encuestas a sus empleados, consumidores y/o proveedores para determinar mediante análisis internos que cosas pueden mejorar en DEMACO para una mayor satisfacción de las necesidades de los trabajadores y clientes.
6. Seguir con la mejora continua en todas las áreas de la empresa, especialmente en capacitación a sus empleados.
7. Facilitar la información necesaria para el mejor cumplimiento de proyectos o estudios futuros en beneficio de la empresa.
8. Si en un futuro, DEMACO quisiera obtener fondos vía banco, se debería analizar además la opción de financiarse mediante la emisión de obligaciones, ya que le resultaría un medio de financiamiento menos costoso.



BIBLIOGRAFÍA

- Empresa DEMACO Cía Ltda., Información gerencial, estadística, financiera, administrativa, contable, folletos de la empresa etc.
- FERNÁNDEZ, Pablo. Valoración de Empresas. Primera Edición. Gestión 2002 S.A. España, 1999.
- BESLEY, Scott; Brigham Eugene F. Fundamentos de Administración Financiera. Décima Segunda Edición. Mc Graw Hill. México, 2000
- BRAELEY, R.; Myers S. (B.M) Fundamentos de Financiación Empresarial. Cuarta Edición. Editorial Mc Graw Hill, 1993.
- PINDYCK, Robert; Rubinfeld Daniel. Microeconomía. Tercera Edición. Prentice Hall. España, 1995.
- SELDON, Arthur; Pennance, F.G. Diccionario de Economía. Cuarta Edición. Grupo Editorial Galo Ordoñez. Ecuador, 1995.
- SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS, Anuario de las 1000 Cías. más importantes del Ecuador 2001.
- SUPERINTENDENCIA DE COMPAÑÍAS, Indicadores Económico Financieros Edición 2000.
- Enciclopedia Microsoft® Encarta® 2000. © 1993-1999 Microsoft Corporation. Reservados todos los derechos.



- Ley de Mercado de Valores, 1998.
- Bolsa de Valores de Guayaquil.
- Casa de Valores Multivalores BG.
- Cámara de Industria y Comercio, Boletines Estadísticos y Publicaciones.
- [http\\www.bce.fin.ec/estadísticas/boletines mensuales](http://www.bce.fin.ec/estadisticas/boletines%20mensuales).
- [http\\www.ciuu.com](http://www.ciuu.com)
- [http\\www.camaraindustrias.guay.com](http://www.camaraindustrias.guay.com)
- [http\\www.supercias.com](http://www.supercias.com)
- [http\\www.mundobvg.com](http://www.mundobvg.com)
- [http\\www.elfinanciero.com](http://www.elfinanciero.com)



ANEXOS



ÍNDICE DE ANEXOS

1. Estado De Resultados
Fuente: DEMACO Cía. Ltda.
2. Balance General
Fuente: DEMACO Cía. Ltda.
3. Flujo de Caja
Fuente: DEMACO Cía. Ltda.
4. Composición de Cuentas
Fuente: DEMACO Cía. Ltda.
5. Inversión en Activo Fijo
Fuente: DEMACO Cía. Ltda.
6. Composición del Patrimonio
Fuente: Estados Financieros DEMACO Cía. Ltda.
7. Razones Financieras: Conceptos y Teoría.
Fuente: Indicadores Económicos - Financieros 2000.
8. Razones Financieras DEMACO Cía. Ltda.
Fuente: Estados Financieros DEMACO Cía. Ltda.
9. Tasa de Crecimiento de las Importaciones por Nandina CIF
Fuente: Banco Central del Ecuador.



10. Resumen Anual de Depreciación y Totales

Fuente: Informes de Auditoria de DEMACO Cía. Ltda.

11. Tabla de Amortización de la Deuda 2002

Fuente: DEMACO Cía. Ltda.

12. Estado de Resultados Proyectado

Fuente: Autores.

13. Flujo de Caja Proyectado

Fuente: Autores.

14. Análisis de Sensibilidad

Fuente: Autores.

15. Estado de Resultados Incluida la Emisión de Obligaciones

Fuente: Autores.

Todos los Anexos, Cuadros y Gráficos fueron elaborados por :
Los Autores.



ANEXO 1

ESTADO DE RESULTADOS
CRECIMIENTO Y PARTICIPACIÓN EN VENTAS

	1999	2000	2001	2002
INGRESOS				
Ingresos (Expendonales)	1,443,471.76	4,936,676.19	5,422,888.87	6,310,754.81
Ventas Gravadas con Tarifa 12% y 14%	2,425.90	1,128.93	-190.00	6,310,754.81
TOTAL INGRESOS	1,445,897.66	4,937,805.12	5,422,888.87	6,310,754.81
COSTOS Y GASTOS				
Costo de Ventas				
Inventario Inicial de Bienes	320,735.30	433,087.62	925,842.11	104.34
Compras Netas de Bienes	1,287,774.55	3,993,256.66	4,234,371.88	5,396,510.53
Importaciones de Bienes	94,009.27	211,869.00	6.04	355,221.57
(-) Inventario Final de Bienes	510,738.02	925,842.11	998,156.10	1,409,382.89
Total Costo de Ventas	1,192,782.10	3,532,311.17	4,826,568.16	5,340,505.32
Costo de Ventas (E)	1,192,782.10	3,532,311.17	4,826,568.16	5,340,505.32
MAQUEN BRUT (E)	253,115.56	1,205,493.95	596,320.71	970,249.49
Costo de Administración y Ventas	36,439.01	76,850.66	110.91	184,554.63
Salarios y Salarios, Beneficios e Indemnizaciones				9.42
Honorarios a Personas Naturales				1,859.30
Arrend de Bienes Inmuebles a Personas Naturales				11,840.00
Comisiones en Ventas				100.00
Provisiones y Previsión				1,415.29
Contribuciones				11,072.50
Seguros				2,291.90
Suministros y Materiales				100.00
Gastos de Viaje				820.53
Gastos de Gestión				11,161.92
Agua, Energía, Luz y Telecomunicaciones				100.00
Normas y Reglamentos de la Propiedad				100.00
Impuestos, Contribuciones y otros				100.00
Depreciación de Activos Fijos				19,342.19
Costo Incontables				6,842.90
Costo Cambios de Administración y Ventas				95,205.17
Total Costo de Adm. y de Ventas	226,774.78	1,201,605.24	586,089.63	697,977.27
Total Costo de Ventas	1,419,556.88	4,733,916.41	5,412,657.79	6,038,482.59
Utilidad Operacional	32,641.88	1,405,493.95	1,610,321.18	2,972,249.22
Costos Financieros				
Intereses y Comisiones	2,652.50	4,336.18	4,393.23	16,922.12
Ingresos No Operacionales	21,624.87	141,859.56	158.14	163,896.75
Utilidad Antes de 15% IMP, RENT y 15% IMP, RENT	47,268.25	146,189.61	162,711.95	180,817.65
Participación a Tercerizados	8,706.01	20,362.24	2,041.79	62,887.03
Utilidad Antes de 25% IMP, RENT	38,562.24	125,827.37	160,670.16	117,930.62
Impuesto a la Renta	4,680.78	28,846.51	2,892.53	60,302.89
Utilidad Neta	33,881.46	96,980.86	157,777.63	57,627.73



BALANCE GENERAL

	1999	2000	2001	2002
ACTIVO				
Activo Corriente				
Caja Bancos	24,437.40	327,734.11	615,774.03	443,247.58
Activo Corriente Exigible				
Clas. y Doc. x Cobrar Clientes No Relacionados	27,209.22	458,799.41	684,260.04	984,364.86
(-) Provision de Clas. Incobrables		4,588.00	11,430.60	21,274.25
Clas. y Doc. x Cobrar Clientes Relacionados				
Otras Clas. X cobrar		454,280.12	1,077,540.26	603,268.01
Cred. Trib. a favor de la Empresa (IVA)			46,292.32	
Cred. Trib. a favor de la Empresa (Renta)			20,495.92	43,028.59
Activo Corriente Realizable				1,161.57
Inventario de Suministros y Materiales				1,409,382.89
Invent. de Prod. Terminado y Merc. en Almacen	425,806.43	925,842.11	998,156.10	106,824.65
Merc. En Tránsito		80,366.11	139,754.54	
Total Inventarios	425,806.43	1,006,208.22	1,137,910.64	1,516,207.54
Otros Activos Corrientes		40,080.43		
Total Activo Corriente	477,453.05	2,282,514.29	3,570,842.61	3,570,003.90
Activo Fijo				
Terreno, Edificios e Instalaciones	6,773.26	18,265.95	15,040.47	295,040.47
Maq. Materiales, Enseres y Equipos	930.97	29,259.79	16,962.00	16,962.00
Equipo de Computacion			21,166.58	23,429.53
Vehiculos	18,424.87	54,861.53	54,861.53	54,861.53
Otros Activos Fijos		12,283.14	52,490.78	110,693.60
(-) Depreciacion Acumulada Activo Fijo	17,162.06	38,381.21	54,761.10	89,075.68
Total Activo Fijo	8,967.04	76,289.20	105,760.26	411,911.45
Activo Diferido				
Otros Activos Diferidos	0.00	0.00	5,729.13	369.67
Total Activos Diferidos	0.00	0.00	5,729.13	369.67
Otros Activos				
Gastos Anticipados	0.00	0.00	2,323.87	8,180.79
Otros Activos	0.00	0.00	10,638.73	21,986.00
Total Otros Activos	0.00	0.00	12,962.60	30,166.79
TOTAL DEL ACTIVO	486,420.09	2,358,803.49	3,695,294.60	4,012,451.81
PASIVO				
Pasivo Corriente				
Clas. y Doc. x Pagar Proveedores	254,205.71	936,983.41	931,422.32	766,839.54
Oblig. con Instituciones Financieras - Locales				
Oblig. con Instituciones Financieras - Exterior				
Prest. de Sucur. Acc. y Casa Matriz - Locales				
Prest. de Sucur. Acc. y Casa Matriz - Exterior				
Obligaciones con Administracion Tributaria			57,827.82	11,495.27
Obligaciones con el IESS	6,135.22	22,510.97	2,218.53	1,542.53
Obligaciones con Empleados			36,334.70	25,948.22
Provisiones a Corto Plazo	2,217.25	5,564.38	367,895.20	
Otros Pasivos a Corto Plazo	8,706.00	178,200.78		490,007.76
Total Pasivo Corriente	271,264.18	1,143,259.54	1,395,698.57	1,295,833.32
Pasivo Largo Plazo				
Prest. de Sucur. Accionistas y Casa Matriz - Locales	10,420.90	900,000.00	124,331.03	986,940.38
Prest. de Sucur. Accionistas y Casa Matriz - Exterior			1,180,000.00	
Otras Provisiones			105,319.37	54,525.35
Otros Pasivos Largo Plazo			508,548.80	806,834.31
Total Pasivo Largo Plazo	10,420.90	900,000.00	1,918,199.20	1,848,300.04
Pasivo Diferido				
Anticipo Clientes	0.00	0.00	53,163.39	125,772.49
Total Pasivo Diferido	0.00	0.00	53,163.39	125,772.49
TOTAL DEL PASIVO	281,685.08	2,043,259.54	3,367,061.16	3,269,905.85
PATRIMONIO NETO				
Capital Suscrito o Asignado	200.00	200.00	200.00	200.00
Aportes de Socios o Accionistas para Futura Capital	352.00	352.00	352.00	352.00
Reservas (Legal, Facultativa, Estatutaria)	14,208.94	18,193.43	18,193.43	18,193.43
Reserva de Capital	23,098.03	35,674.35	166,818.92	166,818.92
Reexpresion Monetaria	132,949.64	131,144.57		
Utilidad No Distribuida Ejercicios Anteriores	8,646.75	43,440.08	129,979.60	137,734.76
Utilidad del Ejercicio	25,279.65	86,539.52	12,689.49	419,246.85
TOTAL PATRIMONIO NETO	204,735.01	315,543.95	328,233.44	742,545.96
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	486,420.09	2,358,803.49	3,695,294.60	4,012,451.81



ANEXO 3

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO

	1999	2000	2001	2002
Utilidad del Ejercicio	33,927	86,539	7,755	296,057
Ajuste para Conciliar la Utilidad Neta	8,069			
Depreciaciones y Amortizaciones	-22,115	20,209	26,185	34,315
Utilidad NEC 17		-15,405		
(Aumento) Disminución en:				
Cuentas por Cobrar	-102,499	-921,362	-868,586	207,771
(-) Inventarios		-580,402	-131,703	-379,458
(Aumento) Disminución en:				
Cuentas por Pagar	99,700	860,808	229,290	-94,109
Beneficios Sociales por Pagar	7,035	14,493	10,419	52,498
Total Ajustes	-9,810	-621,159	-734,395	-178,983
Efectivo provisto para Operaciones		-534,620	-726,640	117,074
Incremento Activo Fijo		-51,663	-45,852	-340,464
Incremento Deuda Largo Plazo		889,580	1,071,362	2,711
Incremento Otros Activos			-10,831	-11,847
Incremento Neto en el Efectivo	24,117	303,297	288,040	-172,526
Efectivo al inicio del Año	300	24,437	327,734	615,774
Efectivo al Final del Año	24,437	327,734	615,774	443,248



ANEXO 4

COMPOSICIÓN DE CUENTAS



Ingresos y Egresos No Operacionales

- Los ingresos no operacionales se deben a intereses de cuentas bancarias, comisiones por ventas y descuentos por pronto pago por parte de los proveedores principales, Plastigama y FV (Franz Viegener).
- En el 2001 se registraron Egresos No Operacionales (sólo en este periodo); éstos se debieron a que DEMACO sufrió un incendio en la Bodega de la Sucursal GYE Norte cuya pérdida total fue de \$800,000 en mercaderías al costo. El SRI sólo autorizó que el 15.57% de la pérdida total (\$124,551.16), sea declarado como Egreso.

Participación del 15% a Trabajadores

- La Participación de trabajadores del año 1999 fue \$8,706.01, debido a que la Base Imponible para el cálculo de este impuesto se le sumó el impuesto de la circulación de Capitales (ICC).

- La Participación de trabajadores del año 2001 fue \$2,041.79, debido a que la Base Imponible para el cálculo de este impuesto se le sumó \$ 992.46 de Gastos No Deducibles.

Impuesto a la Renta

- En 1999, el Impuesto a la Renta fue de \$4,680.78.
- El Impuesto a la Renta del año 2001 fue de \$2,892.54, ya que para el cálculo de este impuesto también se tomó en cuenta los Gastos No Deducibles.
- El Impuesto a la Renta del año 202 fue de \$60,302.89, ya que parte de la Utilidad se la utilizó para capitalización. Ahora este Impuesto a la Renta es el 15% de la Utilidad Recapitalizable más el 25% del Saldo de Utilidad.





ANEXO 5

INVERSIÓN EN ACTIVO FIJO



Año 1999

- Compra de un camión para despacho de materiales a clientes.

Año 2000

- Inversión en instalaciones de DEMACO Gye Norte.
- En este año el país adoptó la dolarización por lo que la Superintendencia de Compañías exigió la revalorización a los Activos No Monetarios. Esta revalorización llamada Reexpresión Monetaria provocó un aumento en los Activos Fijos.

Año 2001

- Obras en proceso como divisiones en las bodegas y colocaciones de perchas en las diferentes sucursales.
- Adquisición de nuevos equipos de computación.

- Construcción de una vivienda para futura venta por parte de la Compañía.

Año 2002

- Se construyó un edificio para la sucursal Quito de \$280,000.00.
- Actualización de los equipos de computación y compra de Software para manejo de Contabilidad y Ventas.
- Inversión en construcción de otra vivienda en Urb. Río Guayas, Guayaquil.



ANEXO 6

COMPOSICIÓN DEL PATRIMONIO

Año 2000

- La Reserva de Capital junto con la Reexpresión Monetaria llegaron a \$166,818.92 en el 2000.
- La Utilidad No Distribuida de Ejercicios Anteriores fue de \$ 43440.08.
- La Utilidad del Ejercicio fue de \$ 86539.52.

Año 2001

- Las Reservas de Capital, Legal, Facultativa y Estatutaria permanecieron igual al 2000.
- La Utilidad No Distribuida de Ejercicios Anteriores fue de \$129,980.
- La Utilidad del Ejercicio (\$ 7,755.16) se redujo en 85.34% respecto a la del 2000.



Año 2002

- Las Reservas de Capital, Legal, Facultativa y Estatutaria permanecieron igual al 2001.
- La Utilidad No Distribuida de Ejercicios Anteriores fue de \$137,735.
- La Utilidad del Ejercicio incrementó a \$ 419,246.85.



ANEXO 7

RAZONES FINANCIERAS: CONCEPTOS Y TEORÍA.

- **Razones de Liquidez**

Estos indicadores surgen de la necesidad de medir la capacidad que tienen las empresas para cancelar sus obligaciones de corto plazo. Sirven para establecer la facilidad o dificultad que presenta una compañía para pagar sus pasivos corrientes al convertir en efectivo sus activos corrientes. Se trata de determinar qué pasaría si a la empresa le exigieran el pago inmediato de todas sus obligaciones en el lapso menor a un año.



- **De Solvencia**

Los indicadores de endeudamiento tienen por objeto medir en qué grado y de qué forma participan los acreedores dentro del financiamiento de la empresa. Se trata de establecer también el riesgo que corren tales acreedores, y los dueños de la empresa y la conveniencia de un determinado nivel de endeudamiento.



- **De Gestión**

Estos indicadores, que fundamentalmente miden el nivel de rotación de los componentes del activo, el grado de recuperación de los créditos y del pago de las obligaciones, tratan de medir la eficiencia con la cual una empresa utiliza sus activos, según la velocidad de recuperación de los valores aplicados en ellos. Se pretende imprimirle un sentido dinámico al análisis de aplicación de recursos, mediante la comparación entre cuentas de balance (estáticas) y cuentas de resultado (dinámicas). Lo anterior surge de un principio elemental en el campo de las finanzas el cual dice que todos los activos de una empresa deben contribuir al máximo en el logro de los objetivos financieros de la misma, de tal suerte que no conviene mantener activos improductivos o innecesarios.

- **De Gastos**

Estos indicadores permiten simplemente establecer la incidencia que tienen los gastos financieros y administrativos sobre los ingresos de la empresa.

- **De Rentabilidad**

Los índices de rentabilidad permiten evaluar el resultado de la gestión de las empresas. Los indicadores de rendimiento, denominados también de rentabilidad o lucratividad, sirven para medir la efectividad de la administración de la empresa para controlar los costos y gastos y, de esta manera, convertir las ventas en utilidades. Desde el punto de vista del inversionista, lo más importante para analizar, con la aplicación de estos indicadores, es la manera como se produce el retorno de los valores invertidos en la empresa (rentabilidad del patrimonio y rentabilidad del activo total).



ANEXO 8

RAZONES FINANCIERAS

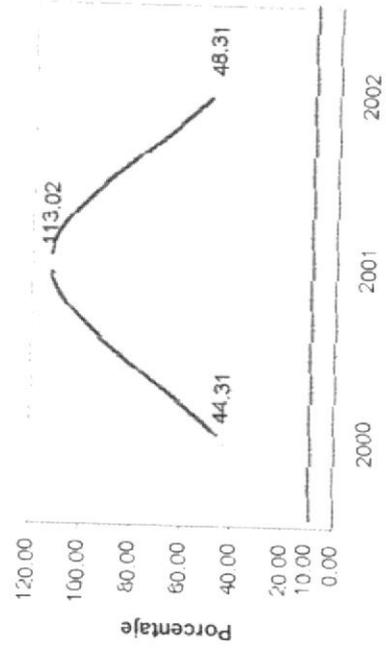
	Fórmulas	1999	2000	2001	2002
LIQUIDEZ					
Liquidez Corriente	Activo Corriente/Pasivo Corriente	1.760	1.996	2.558	2.755
Prueba Acida	(Activo Corriente - Inventarios)/Pasivo Corriente	0.190	1.187	1.843	1.667
SOLVENCIA					
Endeudamiento del Activo	Pasivo Total/Activo Total	0.579	0.866	0.911	0.815
Endeudamiento Patrimonial	Pasivo Total/Patrimonio	1.376	6.475	10.258	4.404
Endeudamiento del Activo Fijo	Patrimonio/Activo Fijo Neto	22.832	4.136	3.104	1.803
Apalancamiento	Activo Total/Patrimonio	2.376	7.475	11.258	5.404
Apalancamiento Financiero	(Utilidad Antes de Int/Utilidad antes de Int e Imp)*Apalancam	2.250	7.475	8.363	5.194
GESTION					
Rotacion de Cartera	Ventas Netas/Ctas. x Cobrar	44.624	5.435	2.984	3.921
Rotacion de Ventas	Ventas Netas/Activo Total	2.973	2.093	1.468	1.573
GASTOS					
Impacto Gtos. Administrativos y de Ventas	Gtos. Administrativos y de Ventas/Ventas	0.130	0.243	0.108	0.111
Impacto de la Carga Financiera	Gastos Financieros/Ventas	0.001		0.001	0.003
RENTABILIDAD					
Margen Bruto	(Ventas Netas - Costo de Ventas)/Ventas Netas	0.142	0.244	0.110	0.154
Margen Operacional	Utilidad Operacional/Ventas Netas	0.012	0.001	0.002	0.043
Rentabilidad Neta de Ventas(Margen Neto)	Utilidad Neta/Ventas Netas	0.019	0.018	0.001	0.047

ANEXO 9

Tasa de Crecimiento de las Importaciones por Nandina CIF
Miles de dólares

Item	Nandina	Detalle	1999	2000	% Crec.	2001	% Crec.	2002	% Crec.
1	730490	Tuberia Gavalmizada Hueca	699 798	902.767	29.00	1697.231	88.00	1479.827	-12.81
2	8481	Valvulas en General	26014 764	19600.767	-24.66	24835.642	26.71	57998.35	133.53
3	8444519	Cables Electricos de Aluminio	600 672	1373.017	128.58	3933.138	186.46	6163.331	56.70
4	84138190	Bombas de Agua		8604.194		6714.865	-21.96	12336.55	83.72
5	850820	Sierras		74.651		651.828	773.17	177.524	-72.77
6	691090	Inodoros, Tanques, Lavamanos		1432.641		2351.362	64.13	2850.216	21.22
7	74199990	Grifos de Cobre de Uso Domestico		201.543		205.292	1.86	272.749	32.86
8	84818090	Griferia		10258.384		13242.684	29.09	19398.61	46.49
9	853	Interruptores y Focos		3089.694		3428.384	10.96	4004.256	16.80
10	8544	Conductores Electricos y Cables		2887.052		2073.641	-28.17	5750.946	177.34
		Promedio			44.31		113.02		48.31
									68.55

Crecimiento Promedio de Importaciones CIF



FUENTE: Banco Central del Ecuador
ELABORADO POR: Autores

ANEXO 10

RESUMEN ANUAL DE DEPRECIACIÓN Y TOTALES

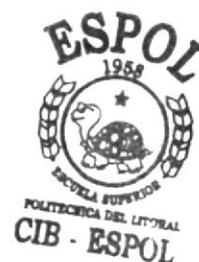
Depreciacion 1999	Incremento Anual	2003	2004	2005	2006	2007
Edificios e Instalaciones	2,346.28					
Muebles y Enseres-Equipos	322.49					
Vehiculos	6,382.47	1,276.49				
Computacion	-					
Total		1,276.49	-	-	-	-

Depreciacion 2000	Incremento Anual	2003	2004	2005	2006	2007
Edificios e Instalaciones	2,242.00	53.48	53.48	53.48	53.48	53.48
Muebles y Enseres-Equipos	16,616.82	1,625.26	1,625.26	1,625.26	1,625.26	1,625.26
Vehiculos	36,436.66	7,287.33	7,287.33			
Computacion	11,712.00					
Terreno	9,251.00					
Otros Activos (Obras en Proceso)	12,283.14					
Total		8,966.07	8,966.07	1,678.74	1,678.74	1,678.74

Depreciacion 2001	Incremento Anual	2003	2004	2005	2006	2007
Edificios e Instalaciones	-3,225.48					
Muebles y Enseres-Equipos	-585.79					
Vehiculos	-					
Computacion	9,454.58	3,151.53				
Terreno	-					
Otros Activos (Obras en Proceso)	40,207.64					
Total		3,151.53	-	-	-	-

Depreciacion 2002	Incremento Anual	2003	2004	2005	2006	2007
Edificios e Instalaciones	280,000.00	14,000.00	14,000.00	14,000.00	14,000.00	14,000.00
Muebles y Enseres-Equipos	-					
Vehiculos	-					
Computacion	2,262.96	754.32	754.32			
Terreno	-					
Otros Activos (Obras en Proceso)	58,202.82					
Total		14,754.32	14,754.32	14,000.00	14,000.00	14,000.00

DEPRECIACION ANUAL TOTAL	2003	2004	2005	2006	2007
	28,148.41	23,720.39	15,678.74	15,678.74	15,678.74



ANEXO 11

TABLA DE AMORTIZACIÓN DEUDA				
Años	Capital	Intereses	Amortizacion	Flujo
	300000			
2003	220000	18000	80000	98000
2004	160000	13200	60000	73200
2005	100000	9600	60000	69600
2006	40000	6000	60000	66000
2007	-	2400	40000	42400



ANEXO 12

PROYECCIÓN DEL ESTADO DE RESULTADOS

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
INGRESOS						
Ingresos Operacionales						
Ventas Gravadas con Tarifa 12% y 14%	6 310 754 81	6 941 830 29	7 636 013 32	8 399 614 65	9 239 576 12	10 163 533 73
Ventas Gravadas con Tarifa 0%						
TOTAL INGRESOS	6 310 754 81	6 941 830 29	7 636 013 32	8 399 614 65	9 239 576 12	10 163 533 73
COSTOS Y GASTOS						
Costo de Ventas						
Inventario Inicial de Bienes	998 156 10	1 409 382 89	1 645 213 78	1 809 735 16	1 990 708 67	2 189 779 54
Compras Netas de Bienes	5 396 510 54	5 936 161 59	6 529 777 75	7 182 755 53	7 901 031 08	8 691 134 19
Importaciones de Bienes	355 221 57	390 743 73	429 818 10	472 799 91	520 079 90	572 087 89
(-) Inventario Final de Bienes	1 409 382 89	1 645 213 78	1 809 735 16	1 990 708 67	2 189 779 54	2 408 757 49
Total Costo de Ventas	5 340 505 32	6 091 074 43	6 785 074 48	7 474 581 90	8 222 040 11	9 044 244 13
MARGEN BRUTO	970 249 49	850 755 86	840 938 84	925 032 73	1 017 536 00	1 119 289 60
Gtos de Administracion y Ventas						
Sueldos y Salarios, Beneficios e indemnizaciones	184 554 63	197 473 45	209 321 86	221 881 17	235 194 04	249 305 69
Honorarios a Personas Naturales	15 014 19					
Arrend de Bienes inmuebles a Personas Naturales	3 960 00	4 237 20	4 491 43	4 760 92	5 046 57	5 349 37
Comisiones en Ventas	224 810 51	277 673 21	305 440 53	335 984 59	369 583 04	406 541 35
Promocion y Publicidad	2 228 08	2 776 73	3 054 41	3 359 85	3 695 83	4 065 41
Combustibles	10 083 97	10 789 85	11 437 24	12 123 47	12 850 88	13 621 93
Seguros	9 091 80	9 718 56	10 690 42	11 759 46	12 935 41	14 228 95
Suministros y Materiales	12 646 46	13 883 66	15 272 03	16 799 23	18 479 15	20 327 07
Gastos de Gestion	3 042 57	3 470 92	3 818 01	4 199 81	4 619 79	5 081 77
Gastos de Viaje	5 433 63	6 247 65	6 872 41	7 559 65	8 315 62	9 147 18
Agua, Energia, Luz y Telecomunicaciones	32 023 40	34 265 04	36 320 94	38 500 20	40 810 21	43 258 82
Notarios y Registradores de la Propiedad	155 00					
Impuestos Contribuciones y Otros	5 773 52	6 247 65	6 872 41	7 559 65	8 315 62	9 147 18
Depreciacion de Activos Fijos	34 314 58	28 148 41	23 720 39	15 678 74	15 678 74	15 678 74
Citas Incobrables	9 843 65	11 106 93	12 217 62	13 439 38	14 783 32	16 261 65
Otros Gastos de Administracion y Ventas	145 001 28	159 662 10	175 628 31	193 191 14	212 510 25	233 761 28
Total Gtos. De Administracion y de Ventas	697 977 27	765 701 35	825 158 00	886 797 26	962 818 48	1 045 776 38
UTILIDAD OPERACIONAL	272 272 22	85 054 51	15 780 84	38 235 47	54 717 52	73 513 22
Ingresos No Operacionales	183 896 75	173 545 76	190 900 33	209 990 37	230 989 40	254 088 34
Egresos No Operacionales		138 836 61	152 720 27	167 992 29	184 791 52	203 270 67
UTILIDAD ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS	436 168 97	119 763 66	53 960 91	80 233 55	100 915 41	124 330 89
GTOS. FINANCIEROS						
Intereses y Comisiones	16 922 12	18 000 00	19 200 00	9 600 00	6 000 00	2 400 00
UTIL ANTES DE 15% PART. TRAB. y 25% IMP. RENTA	419 246 85	101 763 66	40 760 91	70 633 55	94 915 41	121 930 89
Participacion a Trabajadores	62 887 03	15 264 55	6 114 14	10 595 03	14 237 31	18 289 63
UTILIDAD ANTES DE 25% IMP. RENTA	356 359 82	86 499 11	34 646 77	60 038 51	80 678 09	103 641 25
Impuesto a la Renta	60 302 69	21 624 78	8 661 69	15 009 63	20 169 52	25 910 31
UTILIDAD NETA	296 056 93	64 874 33	25 985 08	45 028 89	60 508 57	77 730 94



ANEXO 13

PROYECCIONES DE FLUJO DE CAJA

FREE CASH FLOW	2003	2004	2005	2006	2007
Utilidad Antes de interes e impuestos	119,763.66	53,960.91	80,233.55	100,915.41	124,330.89
-Impuestos sobre el UAI	36,889.33	14,775.83	25,604.66	34,406.83	44,199.95
Utilidad Operativa luego de Impuestos	82,874.33	39,185.08	54,628.89	66,508.57	80,130.94
+ Depreciación y Amortización	28,148.41	23,720.39	15,678.74	15,678.74	15,678.74
Flujo de Caja Bruto	111,022.74	62,905.47	70,307.63	82,187.31	95,809.68
Pago del Capital	80,000.00	60,000.00	60,000.00	60,000.00	40,000.00
Flujo de Caja FCF	31,022.74	2,905.47	10,307.63	22,187.31	55,809.68

ANEXO 14

ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

Reduccion de Ingresos		-1.1369965%
Tasa de Descuento (WACC)		7.86%
Año	FCF	V. Presente
2003	-27,913.37	-27,913.37
2004	-65,306.36	-60,547.34
2005	-55,374.14	-47,597.72
2006	-43,820.92	-34,922.09
2007	-14,606.38	-10,791.98
en adelante	25393.61725	181,772.49
VAN		0.00

Aumento Costo de Ventas		1.2078172%
Tasa de Descuento (WACC)		7.86%
Año	FCF	V. Presente
2003	-17,693.38	-17,693.38
2004	-66,377.90	-61,540.79
2005	-56,552.83	-48,610.88
2006	-45,117.48	-35,955.36
2007	-15,515.60	-11,463.75
en adelante	24484.4038	175,264.16
VAN		0.00



ANEXO 15

ESTADO DE RESULTADOS INCLUIDA LA EMISIÓN DE OBLIGACIONES

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
INGRESOS						
Ingresos Operacionales						
Ventas Gravadas con Tarifa 12% y Ventas Gravadas con Tarifa 0%	6,310,754.81	6,941,830.29	7,636,013.32	8,399,614.65	9,239,576.12	10,163,533.73
TOTAL INGRESOS	6,310,754.81	6,941,830.29	7,636,013.32	8,399,614.65	9,239,576.12	10,163,533.73
COSTOS Y GASTOS						
Costo de Ventas						
Inventario Inicial de Bienes	968,156.10	1,409,382.89	1,645,213.78	1,809,735.16	1,990,708.67	2,189,779.54
Compras Netas de Bienes	5,396,510.54	5,936,161.59	6,529,777.75	7,182,755.53	7,901,031.08	8,691,134.19
Importaciones de Bienes	355,221.57	360,743.73	429,818.10	472,799.91	520,079.90	572,087.89
(-) Inventario Final de Bienes	1,409,382.89	1,645,213.78	1,809,735.16	1,990,708.67	2,189,779.54	2,408,757.49
Total Costo de Ventas	5,340,505.32	6,091,074.43	6,795,074.48	7,474,581.92	8,222,040.11	9,044,244.13
MARGEN BRUTO	970,249.49	850,755.86	840,938.84	925,032.73	1,017,536.00	1,119,289.60
Gtos de Administracion y Ventas						
Sueldos y Salarios, Beneficios Sociales	184,554.63	197,473.45	209,321.86	221,881.17	235,194.04	249,305.69
Honorarios a Personas Naturales	15,014.19					
Arrendamiento de Bienes Inmuebles	3,960.00	4,237.20	4,491.43	4,760.92	5,046.57	5,349.37
Comisiones en Ventas	224,810.51	277,673.21	305,440.53	335,984.59	369,583.04	406,541.35
Promocion y Publicidad	2,228.08	2,778.73	3,054.41	3,359.85	3,695.83	4,065.41
Combustibles	10,083.97	10,789.85	11,437.24	12,123.47	12,850.88	13,621.93
Seguros	9,091.80	9,718.56	10,660.42	11,759.46	12,935.41	14,228.95
Suministros y Materiales	12,646.46	13,883.66	15,272.03	16,799.23	18,479.15	20,327.07
Gastos de Gestion	3,042.57	3,470.92	3,818.01	4,199.81	4,619.79	5,081.77
Gastos de Viaje	5,433.63	6,247.65	6,872.41	7,559.65	8,315.62	9,147.18
Agua, Energia, Luz y Telecomunicaciones	32,023.40	34,265.04	36,320.94	38,500.20	40,810.21	43,258.82
Notarios y Registradores de la Propiedad	155.00					
Impuestos Contribuciones y Otros	5,773.52	6,247.65	6,872.41	7,559.65	8,315.62	9,147.18
Depreciacion de Activos Fijos	34,314.58	28,148.41	23,720.39	15,678.74	15,678.74	15,678.74
Ctas. Incobrables	9,843.65	11,106.93	12,217.62	13,439.38	14,783.32	16,261.65
Otros Gastos de Administracion y Ventas	145,001.28	159,662.10	175,628.31	193,191.14	212,510.25	233,761.28
Total Gtos. De Administracion y de Ventas	697,977.27	765,701.35	825,158.00	886,797.26	962,818.48	1,045,776.38
UTILIDAD OPERACIONAL	272,272.22	85,054.51	15,780.84	38,235.47	54,717.52	73,513.22
Ingresos No Operacionales	163,896.75	173,545.76	190,900.33	209,990.37	230,989.40	254,088.34
Egresos No Operacionales		138,836.61	152,720.27	167,992.29	184,791.52	203,270.67
UTILIDAD ANTES DE INTERESES E IMPUESTOS	436,168.97	119,763.66	53,960.91	80,233.55	100,915.41	124,330.89
GTOS. FINANCIEROS						
Intereses y Comisiones	16,922.12	19,950.00	15,750.00	11,550.00	7,350.00	3,150.00
UTILIDAD ANTES DE 15% PART. TRIBUTARIA	419,246.85	99,813.66	38,210.91	68,683.55	93,565.41	121,180.89
Participacion a Trabajadores	62,887.03	14,972.05	5,731.64	10,302.53	14,034.81	18,177.13
UTILIDAD ANTES DE 25% IMP. RENTA	356,359.82	84,841.61	32,479.27	58,381.01	79,530.59	103,003.75
Impuesto a la Renta	60,302.89	21,210.40	8,119.82	14,596.25	19,882.65	25,750.94
UTILIDAD NETA	296,056.93	63,631.21	24,359.45	43,785.76	59,647.95	77,252.82

