



**Facultad de  
Ciencias Sociales y Humanísticas**

**PROYECTO DE TITULACIÓN**

*“Determinación de la Estructura de Financiamiento Óptima para San Camilo  
Comercializadora de Granos S.A.”*

**Previa la obtención del Título de:**

**MAGISTER EN FINANZAS**

**Presentado por:**

FERNANDO ALEXIS RODRÍGUEZ MOLINA

LUIS DAVID CAMPUZANO FERAUD

**Guayaquil – Ecuador 2025**

## **AGRADECIMIENTO**

A Dios por darme la fortaleza y templanza para asumir los retos de mi carrera profesional y académica.

A mi madre por ser el motor principal de mi vida, siempre apoyarme en el cumplimiento de mis metas y por todo el empeño que ha puesto para que yo pueda salir adelante. A Alexander por su apoyo incondicional.

Fernando Alexis Rodríguez Molina

A Dios por darme la sabiduría de seguir adelante en mi vida profesional.

A mis padres por entregar ese esfuerzo infinito para que yo pueda conseguir mis objetivos. Anhele que se sientan orgullosos, esta es mi forma de decirles gracias.

Luis David Campuzano Feraud

## **COMITÉ DE EVALUACIÓN**

---

**Econ. María Elena Romero Montoya**  
**Tutor del Proyecto**

---

**Prof. Mary Jovanna Rivadeneira Morales**  
**Evaluador 1**

---

**Econ. Katia Rodríguez Morales**  
**Evaluador 2**

## DECLARACION EXPRESA

Nosotros, Fernando Rodriguez Molina y Luis Campuzano Feraud acordamos y reconocemos que: La titularidad de los derechos patrimoniales de autor (derechos de autor) del proyecto de graduación corresponderá al autor o autores, sin perjuicio de lo cual la ESPOL recibe en este acto una licencia gratuita de plazo indefinido para el uso no comercial y comercial de la obra con facultad de sublicenciar, incluyendo la autorización para su divulgación, así como para la creación y uso de obras derivadas. En el caso de usos comerciales se respetará el porcentaje de participación en beneficios que corresponda a favor del autor o autores. El o los estudiantes deberán procurar en cualquier caso de cesión de sus derechos patrimoniales incluir una cláusula en la cesión que proteja la vigencia de la licencia aquí concedida a la ESPOL.

La titularidad total y exclusiva sobre los derechos patrimoniales de patente de invención, modelo de utilidad, diseño industrial, secreto industrial, secreto empresarial, derechos patrimoniales de autor sobre software o información no divulgada que corresponda o pueda corresponder respecto de cualquier investigación, desarrollo tecnológico o invención realizada por mí/nosotros durante el desarrollo del proyecto de graduación, pertenecerán de forma total, exclusiva e indivisible a la ESPOL, sin perjuicio del porcentaje que me/nos corresponda de los beneficios económicos que la ESPOL reciba por la explotación de mi/nuestra innovación, de ser el caso.

En los casos donde la Oficina de Transferencia de Resultados de Investigación (OTRI) de la ESPOL comunique los autores que existe una innovación potencialmente patentable sobre los resultados del proyecto de graduación, no se realizará publicación o divulgación alguna, sin la autorización expresa y previa de la ESPOL.

Guayaquil, 26 de agosto de 2025.

---

Ing. Luis Campuzano  
Feraud

---

Econ. Fernando Rodriguez  
Molina

## ÍNDICE GENERAL

CAPÍTULO I .....	1
1. Introducción .....	1
1.1 Antecedentes .....	1
1.2 Planteamiento del problema.....	2
1.3 Justificación del problema .....	3
1.4 Objetivo general.....	4
2. Objetivos específicos .....	4
CAPÍTULO II.....	5
2.1 Estructura de Capital.....	5
2.2 Estructura de Capital Óptima.....	7
2.3 Factores Determinantes del Endeudamiento.....	10
2.4 Modelos de las Teorías de Estructura de Capital.....	11
2.4.1 El Modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model).....	13
2.4.2 Propositiones de Modigliani y Miller (M&M).....	16
2.4.3 Modelo de la teoría Pecking Order .....	18
CAPÍTULO III.....	23
3.1 Análisis de la Situación Financiera 2021-2024 .....	23
3.2 Análisis Histórico de Estado de Resultados.....	23
3.2.1 Ingresos y Margen Bruto .....	23
3.2.2 Gastos Operativos .....	26
3.2.3 Gastos Financieros .....	27
3.2.4 Utilidad Antes de Impuestos (EBT).....	28
3.2.5 Utilidad Neta.....	29
3.2.6 Resumen Análisis Financiero Periodo 2021 – 2024.....	29

3.3	Análisis Balance General.....	29
3.3.1	Activos.....	29
3.3.2	Pasivos y Patrimonio .....	30
3.4	Análisis Histórico de Flujo de Caja .....	32
3.4.1	Flujo Operacional.....	32
3.4.2	Flujo de Financiamiento .....	35
3.4.3	Flujo de Inversión .....	37
3.5	Comportamiento de la Estructura de Capital.....	38
3.6	Análisis de razones financieras de la compañía San Camilo S.A. (2021-2024).....	39
3.6.1	Indicadores de Rentabilidad.....	39
3.6.1.1	Margen bruto sobre Ventas.....	39
3.6.1.2	Margen Bruto sobre Gastos Operativos.....	40
3.6.1.3	Utilidad antes de intereses e impuestos sobre ventas.....	40
3.6.1.4	Utilidad antes de impuestos .....	41
3.6.2	Indicadores de Gestión.....	42
3.6.2.1	Periodo Promedio de Cobro.....	42
3.6.2.2	Periodo Promedio de Pago.....	42
3.6.2.3	Periodo Promedio de Inventario .....	43
3.6.2.4	Periodo Promedio de Conversión de Efectivo .....	44
3.6.2.5	Fondo de Maniobra (Capital de Trabajo).....	45
3.6.3	Indicadores de Endeudamiento .....	46
3.6.3.1	Endeudamiento ajustado / Activo Total.....	46
3.6.3.2	Endeudamiento ajustado / Patrimonio .....	47
3.6.4	Indicadores de Liquidez.....	48
3.6.4.1	Liquidez .....	48

3.6.5	Indicadores de Estructura de Capital .....	49
3.6.6	Indicadores de Rentabilidad.....	51
3.6.7	Beneficio Operativo Neto después de Impuestos (NOPAT) .....	54
3.6.8	Retorno sobre Capital Invertido (ROIC).....	55
CAPÍTULO IV.....		57
4.1	Proyección Financiera.....	57
4.2	Supuestos de venta:.....	57
4.2.1	Venta Maíz.....	57
4.2.2	Venta Granos .....	58
4.2.3	Venta Balanceado .....	58
4.2.4	Venta Total.....	59
4.3	Supuestos de Costo de Venta.....	59
4.3.1	Costos de venta Maíz .....	59
4.3.2	Costo de venta granos .....	60
4.3.3	Costo de venta Balanceado .....	60
4.3.4	Margen bruto Granos .....	60
4.3.5	Margen bruto Balanceado .....	61
4.3.6	Supuestos de Gastos Administrativos y Generales .....	61
4.3.7	Supuestos de Gastos de Venta .....	61
4.3.8	Supuestos de Utilidad antes de intereses e impuestos .....	61
4.3.9	Supuestos de Gastos Financieros .....	62
4.3.10	Supuestos de Utilidad antes de impuestos .....	62
4.3.11	Supuestos de Utilidad Neta.....	62
4.4	Estado de Resultados .....	62
4.5	Flujo de Efectivo.....	64

4.5.1	Supuestos de Flujo Operativo .....	64
4.5.2	Premisas de Flujo de Financiamiento .....	64
4.5.3	Supuestos de Flujo de Inversión .....	65
4.6	Balance General .....	67
4.6.1	Supuestos de Activos .....	67
4.6.2	Supuestos de Pasivos .....	67
4.6.3	Supuestos de Patrimonio .....	67
4.7	Análisis de razones financieras de la compañía San Camilo S.A. periodo 2025.....	69
4.7.1	Indicadores de Rentabilidad.....	69
4.7.1.1	Margen Bruto sobre Ventas .....	69
4.7.1.2	Margen Bruto sobre Gastos Operativos.....	70
4.7.1.3	Utilidad antes de intereses e impuestos sobre ventas.....	70
4.7.1.4	Utilidad antes de impuestos .....	71
4.7.1.5	Utilidad Neta.....	72
4.7.2	Indicadores de Gestión.....	73
4.7.2.1	Periodo Promedio de Cobro (en días).....	73
4.7.2.2	Periodo Promedio de Pago (en días).....	74
4.7.2.3	Periodo promedio de inventario (en días).....	75
4.7.2.4	Periodo promedio de conversión de efectivo.....	76
4.7.2.5	Fondo de Maniobra (Capital de Trabajo).....	77
4.7.3	Indicadores de Endeudamiento .....	78
4.7.3.1	Endeudamiento ajustado / Activo Total.....	78
4.7.3.2	Endeudamiento ajustado / Patrimonio .....	79
4.7.4	Indicadores de Liquidez.....	80
4.7.4.1	Liquidez .....	80

4.7.4.2	Prueba Ácida.....	81
4.7.5	Indicadores de Estructura de Capital .....	82
4.7.5.1	Pasivo Total / Activo Total.....	82
4.7.5.2	Indicador de Solvencia: Patrimonio / Activo Total .....	83
4.7.5.3	Pasivo / Patrimonio .....	84
4.7.6	Indicadores de Rentabilidad.....	85
4.7.6.1	Retorno sobre Activos (ROA) .....	85
4.7.6.2	Rentabilidad sobre Patrimonio (ROE).....	86
4.7.6.3	Análisis Dupont sobre Rentabilidad .....	87
4.7.6.4	Beneficio Operativo Neto después de Impuestos (NOPAT) .....	89
4.7.6.5	Retorno sobre Capital Invertido (ROIC).....	91
CAPÍTULO V .....		93
Conclusiones y Recomendaciones .....		93
Recomendaciones .....		95
Referencias.....		97
Anexos .....		102

## RESUMEN

San Camilo S.A. Comercializadora de Granos, empresa ecuatoriana del sector agroindustrial e integrante del grupo Ecuauímica S.A., ha desarrollado desde 2010 un papel clave en la producción y comercialización de granos, así como en la nutrición animal. Inicialmente enfocada en el cultivo y provisión de materias primas como maíz, soja y trigo, en 2024 la compañía asumió la operación de su propia planta de balanceados para aves, cerdos y vacunos, consolidando así su integración vertical.

El crecimiento sostenido y la incorporación de esta nueva línea de negocio han modificado de forma significativa su estructura financiera, evidenciando un alto nivel de dependencia de deuda a corto plazo, con un promedio de apalancamiento del 86% entre 2021 y 2024. Frente a la proyección de nuevas inversiones, incluida la futura planta procesadora de alimentos para mascotas, la empresa enfrenta el reto de encontrar una estructura de capital que permita financiar su expansión sin comprometer su estabilidad.

Este trabajo busca determinar la estructura óptima de capital de San Camilo S.A., evaluando su situación financiera, analizando las principales teorías de financiamiento y aplicando una metodología que oriente la toma de decisiones estratégicas. El objetivo es maximizar la rentabilidad, reducir riesgos, aprovechar beneficios fiscales y asegurar la sostenibilidad a largo plazo, generando además un referente para otras empresas del sector.

## **ABSTRACT**

San Camilo S.A. Grain Trading Company, an Ecuadorian firm in the agribusiness sector and part of the Ecuaquímica S.A. group, has since 2010 assumed a pivotal role in grain production and commercialization, as well as in animal nutrition. Initially concentrated on the cultivation and supply of raw materials such as corn, soybean, and wheat, the company expanded in 2024 to operate its own feed plant for poultry, swine, and cattle, thereby consolidating its vertical integration.

The sustained growth of the company, together with the incorporation of this new business line, has significantly altered its financial structure, revealing a pronounced reliance on short-term debt, with an average leverage ratio of 86% between 2021 and 2024. In view of forthcoming investments, including the establishment of a pet food processing plant, the firm faces the challenge of defining a capital structure that enables continued expansion without undermining its financial stability.

The purpose of this study is to determine the optimal capital structure of San Camilo S.A., through a comprehensive evaluation of its financial situation, an analysis of the principal financing theories, and the application of a methodology designed to guide strategic decision-making. The ultimate objective is to maximize profitability, mitigate risks, capitalize on tax advantages, and ensure long-term sustainability, while at the same time providing a reference model for other companies within the sector.

## INDICE DE FIGURAS

<b>Figura 1</b> Comportamiento Histórico de Ingresos y Margen Bruto de San Camilo S.A. ....	23
<b>Figura 2</b> Margen Bruto sobre Ventas de San Camilo S.A. ....	39
<b>Figura 3</b> Rotación de Activos Totales de San Camilo S.A. ....	51
<b>Figura 4</b> Rentabilidad de Accionistas de San Camilo S.A. ....	52
<b>Figura 5</b> Evolución del Margen Bruto de San Camilo S.A. ....	70
<b>Figura 6</b> Evolución de la Utilidad antes de Impuestos sobre Ventas de San Camilo S.A. ....	71
<b>Figura 7</b> Evolución de la Utilidad antes de Impuestos de San Camilo S.A. ....	72
<b>Figura 8</b> Evolución de la Utilidad Neta de San Camilo S.A. ....	73
<b>Figura 9</b> Evolución de Días Promedio de Cobro de San Camilo S.A. ....	74
<b>Figura 10</b> Evolución de Días Promedio de Pago de San Camilo S.A. ....	75
<b>Figura 11</b> Periodo Promedio de Inventario de San Camilo S.A. ....	76
<b>Figura 12</b> Periodo de Conversión de Efectivo de San Camilo S.A. ....	77
<b>Figura 13</b> Fondo de Maniobra de San Camilo S.A. ....	78
<b>Figura 14</b> Ratio de Endeudamiento sobre Activos de San Camilo S.A. ....	79
<b>Figura 15</b> Ratio de Endeudamiento Ajustado sobre Patrimonio de San Camilo S.A. ....	80
<b>Figura 16</b> Indicador de Liquidez de San Camilo S.A. ....	81
<b>Figura 17</b> Evolución de Prueba Ácida de San Camilo S.A. ....	82
<b>Figura 18</b> Estructura de Capital: Pasivo/Capital de San Camilo S.A. ....	83
<b>Figura 19</b> Indicador de Solvencia de San Camilo S.A. ....	84
<b>Figura 20</b> Estructura de Capital de San Camilo S.A. ....	85
<b>Figura 21</b> Evolución del ROA de San Camilo S.A. ....	86
<b>Figura 22</b> Evolución del ROE de San Camilo S.A. ....	87
<b>Figura 23</b> Beneficio Operativo Neto después de Impuestos de San Camilo S.A. ....	90
<b>Figura 24</b> Retorno sobre Capital Invertido de San Camilo S.A. ....	92

## INDICE DE TABLAS

<b>Tabla 1</b> Flujo Operacional de San Camilo S.A.....	32
<b>Tabla 2</b> Flujo de Financiamiento de San Camilo S.A.....	35
<b>Tabla 3</b> Flujo de Inversión de San Camilo S.A.....	37
<b>Tabla 4</b> Comportamiento de la Estructura de Capital de San Camilo S.A. ....	38
<b>Tabla 5</b> NOPAT de San Camilo S.A. ....	54
<b>Tabla 6</b> Proyecciones de Venta de San Camilo S.A. a 2025 .....	59
<b>Tabla 7</b> Proyección de margen bruto del segmento de granos de San Camilo S.A. para el 2025.....	61
<b>Tabla 8</b> Proyección de Estado de Resultados de San Camilo S.A. para 2025 .....	63
<b>Tabla 9</b> <i>Proyección de Balance General de San Camilo S.A. para 2025</i> .....	68
<b>Tabla 10</b> Análisis Dupont sobre Rentabilidad de San Camilo S.A.....	89

## **ABREVIATURAS Y SIGLAS**

CAPM –Capital Asset Pricing Model, Modelo de Valoración de Activos Financieros

EBIT - Earnings Before Interest and Taxes

FED – Reserva Federal de Estados Unidos

Kd – Costo de la Deuda

Ke – Costo de Capital

PIB – Producto Interno Bruto

REPO – Repurchase Agreement

ROA – Rendimiento sobre el activo

ROE – Rendimientos sobre el patrimonio

RONA - Return on Net Assets

SKU – Stock Keeping Unit

UPA – Utilidades por Acción

WACC - Weighted Average Cost of Capital

# CAPÍTULO I

## 1. Introducción

### 1.1 Antecedentes

San Camilo S.A. Comercializadora de Granos es una empresa del sector agroindustrial en Ecuador, integrante del grupo empresarial Ecuaquímica S.A. Se especializa en la producción y comercialización de granos, así como en la nutrición animal, enfocándose en la elaboración de balanceados para aves, cerdos y vacunos.

Desde su fundación en 2010, San Camilo S.A. ha apoyado al pequeño y mediano agricultor ecuatoriano, consolidándose como un socio estratégico de Ecuaquímica S.A. en la división agrícola dedicada al cultivo de maíz, soja y arroz.

Inicialmente, la empresa se dedicaba al cultivo y cosecha de granos esenciales como maíz, soja y trigo, que constituyen la base para la producción de balanceados.

Hasta 2023, el grupo Ecuaquímica S.A. enviaba estas materias primas a un maquilador para producir el balanceado destinado a aves, cerdos y vacuno, el cual luego se comercializaba en el mercado ecuatoriano.

En 2024, San Camilo S.A. lanzó un nuevo proyecto de inversión para expandir sus operaciones, asumiendo la administración de su propia planta de producción de balanceados para aves, cerdos y vacunos. Esta nueva línea de negocio permitió al grupo Ecuaquímica S.A. consolidar su cadena de valor mediante la integración vertical de sus operaciones, controlando tanto la producción de materias primas como la fabricación del producto final.

Este avance estratégico reduce la dependencia de maquiladores externos, fortaleciendo la autonomía operativa de la compañía. Como resultado, San Camilo S.A. optimiza costos de producción y garantiza la calidad y consistencia del producto final al tener un control total sobre la cadena productiva.

Para el año 2025, San Camilo S.A. Comercializadora de granos ha decidido aumentar aún más sus líneas de negocio con la incorporación de una planta procesadora de alimentos para mascotas, específicamente para perros y gatos. Esta nueva expansión requiere un análisis financiero integral para evaluar el impacto de este nuevo negocio en la estructura de capital de la compañía y sus ratios financieros, considerando diversas hipótesis basadas en las teorías de estructura de capital más relevantes en el ámbito empresarial.

## **1.2 Planteamiento del problema**

San Camilo S.A. está experimentando un crecimiento sostenido e importante en los últimos años, lo que ha generado la necesidad de encontrar una estructura de financiamiento adecuado para cubrir tanto sus requerimientos operativos como sus planes de inversión. Actualmente San Camilo S.A. tiene ratios financieros que pueden interpretarse como posibles deficiencias en su administración financiera. En el periodo 2021-2024, la empresa presentó un ratio de apalancamiento (Deuda CP / Activo Neto) del 86% en promedio, con una desviación estándar de 6,6%, lo cual indica que la empresa depende en gran medida de la deuda a corto plazo para financiar tanto sus operaciones diarias como sus proyectos de inversión.

Por lo tanto, el dilema central en la administración financiera de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos radica en cómo estructurar de manera óptima su capital para maximizar la rentabilidad, con la incorporación de dos nuevas líneas de negocio: la planta de balanceados para cerdos, aves, vacuno y la futura planta de alimentos para mascotas. El propósito es lograr una estructura de capital que financie estas expansiones, y que maximice la generación de valor para la empresa en el mercado ecuatoriano.

### **1.3 Justificación del problema**

San Camilo S.A. Comercializadora de Granos es una compañía cuya actividad principal es el procesamiento y comercialización de granos, y alimentos balanceados para animales. En la parte de granos se especializa en el maíz de consumo animal abasteciendo al mercado nacional con más de 100.000 toneladas anualmente; en maíz de consumo humano comercializa alrededor de 15.000 toneladas, abasteciendo a reconocidas empresas de snacks en Ecuador, como Pepsico, Inalecsa, Yupi, DeGerencia.

La empresa tiene sedes en Guayaquil y Quevedo, siendo esta última responsable del procesamiento de casi el 90% del maíz destinado tanto al consumo animal como humano. El proceso radica en adquirir maíz húmedo y sin limpiar de pequeños y medianos agricultores de la costa y sierra de Ecuador, y luego emplear un método de secado y limpieza durante el uso de secadoras y calderas de combustión.

Durante el periodo financiero de estudio (2021-2024), San Camilo S.A. evidencia un crecimiento significativo en ventas y un alto nivel de apalancamiento a corto plazo con el sector financiero. Este endeudamiento ha incrementado el costo patrimonial de la empresa debido al riesgo asociado.

En 2024 San Camilo S.A. expandió las actividades productivas incorporando la planta de balanceado de aves, cerdos y vacuno en Guayaquil, con una capacidad de producción de 96.000 toneladas anuales, como consecuencia de esta nueva línea de negocio, la empresa vio afectada su estructura financiera en los principales ratios como: Necesidades Operativas de Fondos (NOF), fondo de maniobra, Retorno sobre el Patrimonio Neto (ROE por sus siglas en inglés), Retorno sobre los Activos Netos (RONA), Rotación de Cuentas por Cobrar, rotación de inventario, rotación de cuentas por pagar y liquidez.

Ante esta situación, determinar la estructura óptima de capital resulta altamente

beneficioso para San Camilo S.A. ya que permitirá a los accionistas tomar decisiones estratégicas para la proyección del año 2025, especialmente con la incorporación de una nueva línea de negocio enfocada en alimentos para mascotas (perros y gatos).

En la práctica identificar una estructura óptima de capital proporcionará mayor estabilidad financiera, reducirá la incertidumbre respecto a los costos financieros, minimizará los riesgos asumidos por los accionistas y fomentará la sostenibilidad a largo plazo. Además, se maximizarán los beneficios fiscales derivados del apalancamiento, mejorando significativamente los principales ratios financieros de solvencia. Finalmente, el análisis de la estructura de capital de San Camilo S.A. servirá como referencia y soporte para otras compañías del sector de comercialización de granos y alimentos balanceados en Ecuador, contribuyendo a la toma de decisiones estratégicas en la industria.

#### **1.4 Objetivo general**

Determinar la estructura de capital óptima de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos, mediante el estudio financiero de sus componentes de deuda y capital, con el fin de optimizar la sostenibilidad y rentabilidad de la empresa.

#### **2. Objetivos específicos**

Evaluar las teorías relacionadas con la determinación de la estructura óptima de capital.

Evaluar la situación financiera actual de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos para identificar los factores que influyen en la optimización de su estructura de capital.

Aplicar la metodología adecuada para la determinación de la estructura óptima de capital.

## CAPÍTULO II

### 2.1 Estructura de Capital

Los estudios acerca de la estructura de capital comenzaron a ser relevantes y a desarrollarse desde que empezó la investigación seminal de Modigliani y Miller (1958), los cuales, brindaron referencias y un punto de partida para abrir los debates sobre los factores de la estructura de capital, debido a que, en esa teoría se propuso que las empresas se hallaban en un escenario de mercados de capitales perfectos, en los que no existían impuestos o fricciones, como los costos de transacción, de activo, y de bancarrota, y por su parte, el acceso al crédito e información eran simétricos, es decir, los bancos prestaban a la misma tasa de interés a todas las firmas, por lo que en ese contexto todas las decisiones que las empresas tomaban al seleccionar el conjunto de sus recursos financieros entre la obligación y recursos propios resultaban poco relevantes (Pereda, 2002). Sin embargo, en vista de que estos supuestos no se cumplen completamente dentro en un contexto empresarial real, esta teoría igualmente fue cuestionada por suponer un mundo de certidumbre, puesto que, en realidad, existe vigencia de impuestos que benefician el endeudamiento de empresas, a los costos de transacción y quiebra que delimitan el favorecimiento impositivo y la disputa entre propietarios, directivos y acreedores (Azofra y Fernández, 1999, como se citó en Pereda, 2002).

Ante esos cuestionamientos, Modigliani y Miller (1964) tomaron la decisión de reescribir la primera versión de su trabajo, debido a que habían subvalorado todos los beneficios tributarios que se obtienen después de adquirir una deuda, mismos que no fueron tomados inicialmente, siendo así los primeros autores que le dieron visibilidad a la influencia del escudo tributario dentro de la estructura de capital de una empresa.

Para la modernización de la versión del trabajo seminal, Modigliani y Miller

(1964) establecieron que, al existir un ahorro fiscal por endeudamiento, se le permite a la empresa el poder llegar a una estructura financiera óptima partiendo de una cantidad mayor de la obligación que la entidad pueda subsanar. Sin embargo, a pesar de la corrección que elaboraron los autores, otra vez aparecieron nuevas críticas a este supuesto a causa de que generalmente, cada empresa suele endeudarse de forma moderada puesto que saben que acceder a montos elevados de obligación provocaría que la entidad enfrente numerosos costos, incluso de quiebra (Pereda, 2002).

En el contexto de lo anterior expresado, se conoce entonces a la estructura de capital como la proporción de deuda y capital propio, que la compañía emplea para financiar sus activos y operaciones en general (Ross et al., 2012). Basándose en esto, Gallardo (2015, como se citó en Pilla, 2020), menciona que su fórmula es la siguiente:

$$\text{Estructura de capital} = \frac{\text{Deuda}}{\text{Capital}}$$

Por su parte, Gitman (2007, como se citó en Pilla, 2020) manifiesta que la estructura de capital hace referencia a:

“Todos los rubros de la parte derecha del balance general, sin incluir el pasivo corriente. Sin embargo, enfocándose en las cuentas del balance general de entidades financieras, la deuda a largo plazo consta en las cuentas de las obligaciones con el público y las obligaciones financieras que sean mayor a 360 días; mientras que, el patrimonio de los socios está conformada por el capital social, las reservas, otros aportes patrimoniales, el superávit y los resultados” (p. 25).

La estructura de capital puede ser calculada de varias formas según las particularidades de la empresa, para ello se utilizan ratios como el cociente entre capital empleado y deuda financiera neta. No obstante, para presentar la manera en que las decisiones pueden influir sobre la rentabilidad de la entidad, Pérez y Carballo (2014,

como se citó en Macarlupo y Rondoy, 2018) recomiendan la correspondencia entre y patrimonio y deuda neta.

Por su parte, Cruz et al. (2003, como se citó en Grado 2011) destacan que la estructura de capital de la empresa se determina por un conjunto de contratos establecidos para mantener una relación de agencia, en donde un principal delega la autoridad en la toma de decisiones a un individuo para que este pueda desempeñar funciones de servicio a su nombre. Los dos casos pretenden incrementar su propia utilidad, no obstante, distanciados por la propiedad y el control, puede provocar problemas de agencia que influyen sobre el valor de la empresa a causa de que su solución conlleva a adaptarse a nuevos costos, los cuales son conocidos como costos de agencia.

En sí, la estructura de capital también puede llegar a proporcionar una idea de cómo está la salud financiera de una empresa, la cual, con una estructura adecuada y un nivel de endeudamiento saludable, es más posible que sea capaz de afrontar todos los desafíos financieros que se le presenten, mientras que, una organización con una estructura inadecuada y endeudamiento demasiado alto puede ser incluso más vulnerable a la volatilidad financiera. Con esto, se conoce que la estructura de capital puede afectar o incrementar significativamente el valor de la empresa y, con ello, el valor para los posibles accionistas (Haro et al., 2023).

## **2.2 Estructura de Capital Óptima**

Miller (1977, como se citó en Herrera, 2018) menciona que, en un mundo lleno de impuestos, una empresa puede llegar a encontrar su estructura de capital óptima en el umbral entre los ahorros que se producen por el escudo fiscal del pago de intereses y el estrés financiero relacionado a bajos niveles de cobertura, que maximizan la posibilidad de no pago.

Con ello, la estructura de capital que produce el valor más alto de la empresa es la que maximiza la riqueza de los accionistas, y es la que se determina como estructura de capital óptima. En otras palabras, se trata de aquella en la que una empresa mantiene un equilibrio adecuado entre el capital propio y el financiamiento por deuda, de forma que pueda aprovechar al máximo las ventajas de ambas fuentes sin la necesidad de incurrir en costos excesivos (Haro et al., 2023).

Básicamente, las fuentes de financiamiento que tiene una empresa son dos: internas y externas. Dentro de las fuentes externas se tiene a la deuda, la misma que se define como una obligación al momento de obtener un monto de dinero prestado, la cual requiere un desembolso dentro de un período determinado a una tasa fija de interés (Ross et al., 2012).

Por su parte, la estructura de capital óptima también puede variar según el tipo de empresa, o, a su vez, dependiendo de factores como el tamaño, el sector, la volatilidad y la etapa de crecimiento del entorno económico. Asimismo, puede llegar a cambiar con el tiempo, puesto que, a medida que la empresa evoluciona, se modifican las condiciones del mercado (Haro et al., 2023).

Las empresas también pueden optar por otra fuente de financiamiento: emisión de acciones, que son instrumentos financieros que representan una parte alícuota del capital social de una empresa, constituyendo una fracción de esta, que el accionista es dueño (Morales, 2017). Otra forma de financiar las actividades operativas es mediante recursos internos como la retención de utilidades para reinvertir, en lugar de repartirlos como dividendos (Besley y Brigham, 2009).

No obstante, para los administradores financieros se considera como una de las áreas más complejas la estructuración óptima de capital, debido a la interrelación con múltiples variables de resultado de índole financiero, lo cual, uno de los factores que más

variabilidad tiene de acuerdo con el nivel de deuda/patrimonio es el riesgo que incurrirá la empresa al seleccionar su nivel de apalancamiento (Besley y Brigham, 2009).

Esto, entendiendo que el apalancamiento financiero es el nivel de endeudamiento que tiene una empresa, que prefiere el uso de fondos prestados en lugar de capital propio, lo que puede ser positivo cuando el aumento en el nivel de deuda incrementa la rentabilidad financiera de la empresa, también puede ser neutro cuando el nivel de endeudamiento no altera la rentabilidad financiera, y es negativo cuando la rentabilidad de los activos es menor al costo de deuda (Gironella, 2005).

Uno de los mejores métodos para poder estimar la estructura de capital óptima de una empresa es usar la estructura de capital media o mediana de las entidades principales que se dedican al enfoque de mercado. Esta orientación es útil, debido a que el tasador debe ser consciente de cuales empresas se integran en el análisis y el grado en que éstas están asociadas con la organización objeto de valoración. No obstante, esta técnica manifiesta una limitación, ya que las fluctuaciones en los precios de mercado y la naturaleza extendida de las ofertas de deuda podrían ocasionar que la estructura de capital real de una entidad principal sea considerablemente diferente de la estructura de capital objetivo (Macarlupo y Rondoy, 2018).

Por ello, este método se aplica siempre y cuando el riesgo de una empresa no varíe debido a la naturaleza de su estructura de capital, y también si una empresa llegara a adquirir la mayor deuda posible, puesto que los pagos de intereses son derivados de impuestos y el financiamiento de deuda es particularmente más asequible que el financiamiento de capital. Con esto, se entiende que el objetivo de este método es disponer el nivel de deuda en el que los beneficios de un aumento de la obligación no comprometan el aumento de los riesgos y los costos probables asociados con una empresa con dificultades económicas (Macarlupo y Rondoy, 2018).

### **2.3 Factores Determinantes del Endeudamiento**

Baena (2010, como se citó en Barahona y Morocho, 2021), menciona que el endeudamiento dentro de una empresa hace alusión al porcentaje de fondos totales a corto, mediano y largo plazo que le hayan sido otorgados, y que la amenaza de endeudarse se trata de la capacidad que tiene una entidad para poder cubrir sus obligaciones conforme estas se vayan venciendo.

Con ello, entre los principales factores determinantes de endeudamiento están: el tamaño de la empresa, debido a que, a mayor volumen, más deuda; crecimiento de las garantías reales que puede llegar a ofrecer una entidad a sus acreedores; y el enaltecimiento de la reputación empresarial. Es decir, las empresas con más capacidad organizacional cuentan con más facilidad de necesitar financiación externa. Asimismo, los recursos generados son representativos, debido a que presenta una relación completamente negativa con el nivel de endeudamiento, dando paso así a la autofinanciación (Barahona y Morocho, 2021).

Conforme aumenta la financiación externa, es decir, la deuda, en relación con el patrimonio y el capital general, se incrementa la posibilidad de que una empresa no pueda pagar a sus acreedores. Sin embargo, existe un factor positivo en ello, y es el ahorro fiscal en la medida que crece la obligación, no obstante, existe un costo oculto que crece de la misma forma, y es el de la insolvencia (Ayón et al., 2020).

Bolten (2013, como se citó en Ortega y Toledo, 2022) establece que, dentro de los factores de endeudamiento existen ventajas y desventajas a largo plazo, como, por ejemplo: en las ventajas se encuentran el mejoramiento de la situación del capital de trabajo, y de la liquidez; menor costo del capital luego de impuestos; sustento del flujo de efectivo y reprogramación. Entre las desventajas están: pago de impuesto al fisco por pérdidas o ganancias generadas; elevado riesgo financiero; flujos de caja necesarios para

obtener un fondo de amortización, y, por último, un mercado carente de desarrollo o en estado de estancamiento. En resumen, las empresas después de adquirir la obligación ya sea a corto o largo plazo se enfrentan a posibles resultados favorables o riesgos financieros, como el sobreendeudamiento; la quiebra por falta de liquidez y rentabilidad; y la pérdida de capital de trabajo, o su vez, posibles ganancias, como el crecimiento, y desarrollo económico. Todo siempre dependerá del nivel de endeudamiento de cada entidad.

Por ejemplo, Jara y Sánchez (2012), realizaron un estudio para conocer cuáles son los factores determinantes del endeudamiento en las empresas chilenas con relación a los bancos, el cual consistió en demostrar si recurrir a la ayuda de fuentes de financiamiento externas es una decisión dada por las variables explicativas, cómo; las oportunidades de crecimiento, calidad del proyecto, tamaño, garantías prendarias y el riesgo de la empresa. Cada uno de estos elementos les ayudaron a determinar que las obligaciones se incrementan cuando las firmas optan por aumentar su rendimiento apostando sobre su propio capital, lo que puede resultar en algo positivo o negativo.

En sí, identificar los factores determinantes de endeudamiento es algo importante, debido a que proporciona información de utilidad que sirve para ajustar correctamente las políticas fiscales, y con ello, optimizar el acceso de todos los recursos financieros a las empresas. Este conocimiento también permite ayudar a las instituciones financieras, las cuales constantemente se encuentran en la creación e innovación de sus productos conforme a las necesidades empresariales, contribuyendo así a una mejor toma de decisiones financieras con respecto al estado de obligaciones en las compañías (Rivera, 2008 como se citó en Alvarado, 2020).

#### **2.4 Modelos de las Teorías de Estructura de Capital**

Las primeras teorías con relación a la estructura de capital de las empresas se

basaron en la existencia de mercados perfectos, dando lugar a características referentes a mercados imperfectos también (Arévalo et al., 2022). Por ello, Zambrano y Acuña (2011) mencionan que, a pesar de que han sido estudiadas diversas imperfecciones de mercado por años, es posible que aún persista un nivel de desconocimiento acerca de ellos. Según ambos autores, algunas hipótesis de los mercados perfectamente competitivos son: que no existen asimetrías de información; se tiene libre acceso a la información de los agentes de mercado y a varias oportunidades de financiamiento e inversión; los agentes no tienen control completo acerca de los precios del mercado; son inexistentes las oportunidades de arbitraje, los costos de transacción; y los de quiebra. Al tratar de cambiar uno o varios de estos supuestos mencionados, se producen imperfecciones de mercado que actúan en la determinación de la estructura de capital (Zambrano y Acuña, 2011).

Con ello, la estructura de capital se define como la combinación de recursos que utiliza una compañía a fin de obtener el financiamiento necesario para su correcta operación. Además, se compone de una serie de decisiones sobre la obtención de fondos, que pueden ser a través del capital de los socios, o externo; generalmente a través de las instituciones financieras (Arévalo et al., 2022).

La estructura de capital de una empresa tiene un impacto directo en su liquidez y rendimiento. Un buen apalancamiento puede potenciar la rentabilidad, lo que a su vez afecta las expectativas del mercado, así como las de accionistas, directores financieros, acreedores y competidores. Los bancos y otras entidades de crédito suelen preferir empresas con una estructura de capital sólida que garantice el reembolso de los préstamos y genere ganancias (Arévalo et al., 2022).

Entre los principales modelos de las teorías de la estructura de capital se encuentran el teorema de Modigliani-Miller de Franco Modigliani y Merton Miller en el

que se propone que en un mercado perfecto su valor de mercado dentro de una firma no depende de la estructura de capital; el modelo de asignación de precios de activos o modelo de equilibrio de mercado (CAPM), el cual permite estimar el retorno de una inversión de un activo riesgoso; y la teoría del Pecking Order, misma que fue desarrollada por Myers y Majluf, y que asume que no existen costos de transacción, impuestos y otras imperfecciones del mercado (Arévalo et al., 2022).

Asimismo, es indispensable destacar que, dentro de cada teoría de la estructura de capital, el concepto de la estructura óptima de capital se constituye como un aspecto esencial dentro de ésta, debido a que considerando que, las empresas no buscan únicamente establecer la equidad entre la deuda y su capital, sino pretenden también encontrar una estructura de capital que permita un incremento del valor empresarial (Macarlupo y Rondoy, 2018).

Por eso, estudiar y desarrollar la estructura financiera no solo beneficia a estos actores, sino que también ofrece ventajas significativas en varias áreas: la teoría y la metodología, la administración financiera, la investigación y las publicaciones, y la enseñanza (Canelo, 2022).

#### ***2.4.1 El Modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model)***

Uno de los problemas más importantes de la economía financiera moderna es la cuantificación de la relación que existe entre riesgo y rendimiento esperado. A pesar de que el sentido común conlleva a que una inversión riesgosa podrá generar a futuro rendimientos más elevados que un activo libre de riesgo, con el surgimiento del CAPM, los economistas desarrollaron la capacidad de calcular el riesgo y la recompensa por asumirlo. El modelo CAPM implica que el rendimiento que se espera de un activo pueda estar directamente relacionado de forma lineal con la covarianza de éste con el rendimiento del portafolio de mercado (Cepik, 2013).

Según cada uno de los supuestos en los que se sustenta el CAPM, el mercado compensa a los inversionistas por asumir riesgos sistemáticos, pero no lo hacen cuando deciden no tomarlos. Esto, debido a que estos últimos pueden ser erradicados fácilmente por medio de la diversificación. Es decir, cuando un inversionista mantiene una cartera de mercado, cada uno de los activos individuales de la misma contiene su propio riesgo determinado, pero a través de la diversificación puede ser disminuido tangencialmente hasta que la amenaza de la cartera sea solo sistemática (Cepik, 2013). Otro de los puntos importantes es que el rendimiento se encuentra intrínsecamente vinculado al riesgo (Ruíz et al., 2021).

Los supuestos del CAPM establecen que: los inversores son también tomadores de precios; no existen costos de intermediación o transacción; los efectos impositivos no se dan; la adquisición de información no manifiesta costos y se encuentra disponible para todos los mercados; el agente económico es racional; a la rentabilidad de los activos de riesgo se les asigna una distribución conjunta normal; no hay saciedad; y, por último, cada agente económico tiene aversión al riesgo (Cepik, 2013).

Según Francisco y Francisco (2016), el modelo CAPM, conocido como Modelo de Asignación de Precios de Activos o Modelo de Equilibrio de Mercado, permite calcular el retorno esperado al invertir en un activo riesgoso. Este cálculo se basa en tres elementos clave: la tasa libre de riesgo, la prima de riesgo de mercado y el coeficiente beta del activo. Esta, es una de las herramientas más utilizadas para determinar el costo del capital de las acciones comunes.

El CAPM asume que el mercado es perfectamente competitivo, donde los inversionistas pueden maximizar su utilidad según la dispersión entre el rendimiento del activo y su relación con el mercado. Asimismo, se supone que no hay asimetrías de información, ya que todos los participantes tienen acceso a los mismos datos de manera

simultánea y actualizada (Ruíz et al., 2021).

Una de las características principales del CAPM es que, debido al efecto de la diversificación, no considera el riesgo no sistemático, enfocándose únicamente en el riesgo sistemático. Esto implica una relación directa entre el coeficiente beta, el rendimiento esperado y el nivel de riesgo: cuanto mayor es el riesgo, mayor será el retorno que demanden los inversionistas. Además, el modelo no solo se utiliza para valorar instrumentos financieros, sino también para evaluar proyectos (Francisco y Francisco, 2016).

Conforme a lo anterior mencionado, el coeficiente Beta de por sí solo no mide el riesgo total, sino, solamente el riesgo agregado de un portafolio extendido. Esta característica, según Támara et al. (2017, como se citó en Reyes et al., 2023), se deduce calculando el coeficiente  $\beta$  de un activo por medio de una regresión lineal entre los rendimientos del activo y los del mercado durante un período de tiempo razonable.

En el contexto de Ecuador, a causa de que no existe un mercado de valores completamente desarrollado, el CAPM puede adquirirse por medio de la data contable de empresas que hacen cotizaciones. Por lo tanto, el Beta contable es otra manera de determinar el riesgo de una organización de capital cerrado frente a su entorno (Reyes et al., 2023).

Por ello, el modelo CAPM ha sido adaptado a empresas listadas en el mercado de valores de Quito y Guayaquil, pese al limitado desarrollo de este mercado de sus capitales. Esta información también se observa en el trabajo de investigación de Valverde y Caicedo (2019), quienes mencionan a detalle el limitado desarrollo del mercado de valores que existe dentro del país ecuatoriano. Asimismo, Orellana et al. (2020) estiman el rendimiento mínimo esperado y el coeficiente Beta contable en el sector manufacturero de Ecuador en el período 2009-2018; en sus materiales y métodos

ambos autores proponen un ROE ajustado, es decir una rentabilidad operativa antes de impuestos/ capital inicial.

#### **2.4.2 *Proposiciones de Modigliani y Miller (M&M)***

Franco Modigliani y Merton Miller desarrollaron en 1958 su tesis “The Cost of Capital, Corporation Finance, and the theory of the Firm”, revolucionaron las ideas que se tenían sobre estructura de capital, desarrollando las teorías clásicas sobre las decisiones de financiamiento sobre el valor de la empresa (Almendral, 2014). En dicho proceso, se identifican dos grandes escenarios: mercados perfectos y mercados imperfectos.

Dentro de sus teorías de mercados perfectos se desarrolló la tesis tradicional y la tesis de irrelevancia, mismas que tienen un concepto contrapuesto del endeudamiento y el efecto que este tiene sobre el costo de capital y el valor de la empresa.

La tesis tradicional supone que existe la estructura de capital óptima al considerar la deuda como la forma de apalancamiento con menos costo, y a partir de un uso racional de esta disminuirá el costo promedio ponderado de capital (CPPC), incrementando de esta manera el valor de la empresa, hasta un punto en que, si el apalancamiento aumenta, los accionistas exigirán mayores beneficios, justificando el mayor riesgo asumido por el uso de la deuda. (Almendral, 2014).

Por otra parte, la proposición Modigliani y Miller también establece que el valor de la empresa es completamente independiente de su estructura de capital. Por ello, la decisión acerca de qué estructura adoptar resulta intrascendente. Un ejemplo de ilustrar lo que mencionan M&M es suponer que existen dos organizaciones que son iguales en el lado izquierdo del balance general, ya que sus activos y operaciones son semejantes. No obstante, el lado derecho del balance es diferente, ya que ambas entidades financian sus operaciones de forma distinta. Con esto, a M&M se le asocia generalmente con el

modelo de la torta, debido a que su tamaño (valor de la empresa) no depende nunca de cómo se la reparta, esto, con relación deuda a patrimonio (Grado, 2011).

Conforme a lo anterior expresado, según Modigliani y Miller, el llamativo de la deuda es que ésta disminuye con el impuesto personal sobre los ingresos por intereses; teniendo en cuenta que una empresa experimenta desafíos financieros cuando la misma no puede hacerse cargo de las obligaciones de los titulares de la deuda (Macarlupo y Rondoy, 2018).

La segunda proposición del teorema sustenta que la tasa de rentabilidad deseada es una función lineal del nivel de la obligación a pagar, pero también sostiene que, a mayor volumen de endeudamiento, los acreedores de capital, ante el riesgo propio a la actividad, aspirarán obtener un mayor beneficio con respecto a su inversión inicial (Bhattacharya, 1988, cómo se citó en López et al., 2023).

Según lo planteado, en la segunda proposición del teorema M&M, la relación manifestada según la cual, a mayor nivel de endeudamiento, más rentabilidad, se establece a causa de las imperfecciones existentes en los mercados, entre las que están, los costos agencia e insolvencia, y el efecto de los impuestos. Con respecto al primer aspecto mencionado, ambos autores aluden que el valor sería incremental en virtud al escudo fiscal suscitado por la deducibilidad de los intereses procedentes de la deuda (DeMarzo, 1988, cómo se citó en López et al., 2023).

En virtud de lo anterior descrito, las teorías contemporáneas con relación a la empresa aseguran que, en el caso de la estructura de capital, es oportuno una combinación adecuada de recursos derivados del endeudamiento y resultantes del capital, con el fin de poder financiar sus actividades y fomentar un ajuste perfecto que reduzca el costo de capital y, en efecto, se produzca un incremento de la riqueza sustancial (Amaya, 2013).

En este contexto, es indispensable enfatizar la razón circundante acerca del cambio de las teorías. En el marco de mejora continua empresarial, los descriptivos matemáticos de valor corporativo son uno de los elementos más importantes en la combinación teórica-práctica de la economía financiera. Asimismo, la estadística y sus supuestos ayudan a comprender cómo cambian algunas variables en la empresa y qué matices en específico frenan la generación de valor económico. Si de por sí los modelos propuestos se los debe trabajar en conjunto hasta poder encontrar un valor explicativo alto, es importante conocer el fundamento de los datos y cómo estos pueden producir suficiente precisión y exactitud. Sin embargo, se debe tener en cuenta también que el tiempo es un componente clave que modifica la visión de los modelos, así como su vigencia (Shemetov, 2020, como se citó en López et al., 2023).

Modigliani y Miller comprendieron a precisión lo antes expuesto, puesto que brindan una definición clara del impacto de las externalidades en sus proposiciones, puntualizando los principios que unifican la aproximación de la teoría y práctica (Shemetov, 2020). A pesar de que resulte parcialmente inaccesible diseñar un análisis unificado, es viable clasificar los sujetos de estudio por conveniencia y proceder a estudiarlos de forma individual, ya que, esto genera una comprensión concreta donde la homogeneidad contribuye a alcanzar resultados generales para dicha proporción analizada (López et al., 2023). Así, las dos proposiciones toman sentido dependiendo en que escenario se las utilice.

### ***2.4.3 Modelo de la teoría Pecking Order***

Myers y Majluf (1984) asumen que los gerentes proceden en interés de los accionistas actuales, y que rechazan emitir acciones infravaloradas a menos que la transferencia de antiguos a nuevos accionistas sea abordada por el valor presente total de la oportunidad de crecimiento. Aquello conduce a un equilibrio en donde las firmas

pueden generar acciones únicamente a un precio que esté por debajo del mercado. También, es importante conocer que, el valor de las acciones no baja a causa de que la demanda de los inversionistas por acciones sea inelástica, sino por la información que los mismos deducen y luego desean emitir, por ende, la comunicación negativa termina sobrepasando la buena. Algunas excelentes empresas que contengan recursos sobreestimados al nuevo precio decidirán no emitir información a pesar de que eso conlleve pasar la oportunidad de obtener un valor neto positivo (Grado, 2011).

El tomar la decisión de emitir una deuda disminuye las ventajas de la información de los gerentes de las empresas, los cuales, al ser optimistas creerán que las acciones de su firma están sobreevaluadas, considerando la posibilidad de generar una deuda en vez de patrimonio. Únicamente los gerentes negativos optarán por emitir patrimonio, pero cuestionándose si habrá alguna persona que lo pueda comprar (Grado, 2011). En caso de que la deuda sea una alternativa abierta, entonces cualquier intento por tratar de vender acciones denotaría que las mismas no son buenas a la hora de realizar la comparación.

En virtud de eso, la emisión de acciones sería completamente rechazada por los inversionistas; ya que, si la deuda está disponible en términos relativamente buenos y en equilibrio, sólo la deuda sería generada. Con ello, la emisión de acciones únicamente sucedería cuando la deuda sea de un costo inasequible. En el caso de que la firma se encuentre con una proporción alta de deuda, en donde los inversionistas y los gerentes prevean costos de tensión financiera, los gerentes optimistas optarían por la decisión de emitir acciones como medio de financiamiento (Grado, 2011).

Lo anterior mencionado conduce a la teoría de Pecking Order en donde las firmas prefieren obtener financiamiento interno antes que el externo, ya que prevén que las asimetrías de información se asumen relevantes solamente para financiamiento externo. Como resultado de eso, los dividendos no son utilizados para poder financiar capital y

todos los cambios en liquidez no son consumidos en cambios de los dividendos de corto o mediano plazo (Grado, 2011).

En ese mismo contexto, la teoría del Pecking Order sugiere que no hay una estructura de capital ideal. En cambio, los directivos siguen un orden de preferencias al financiar nuevas inversiones: primero usan fondos internos porque no hay problemas de asimetría de información, luego optan por la deuda, y solo como última opción recurren a la emisión de acciones. Zambrano y Acuña (2011), comentan que:

"El Pecking Order es ampliamente aceptado hoy en día, ya que muchas organizaciones prefieren usar sus propios recursos para financiar nuevos proyectos en lugar de buscar una mezcla óptima entre deuda y capital" (p. 95).

Esta teoría sigue siendo relevante porque la mayoría de las empresas prefieren utilizar sus fondos propios para evitar las complicaciones asociadas con la asimetría de información en los mercados de capitales. Entre los estudios más destacados sobre esta teoría está el de Myers (1984), quien es un prominente defensor del Pecking Order. Myers explica que las empresas prefieren financiarse con sus propios recursos, reinvertiendo utilidades para aprovechar las oportunidades de inversión. Cuando necesitan financiamiento externo, prefieren recurrir a la deuda antes que a la emisión de bonos. Para el autor, no hay una estructura de capital óptima, ya que el capital interno y externo se sitúa en diferentes niveles dentro de una jerarquía.

Myers y Majluf (1984) también argumentan que, el propósito de la estructura financiera es reducir las ineficiencias en las decisiones de inversión que surgen debido a la asimetría de información.

Además, Shyam y Myers (1994) destacan la importancia de seguir una jerarquía de preferencias para el uso de recursos, especialmente cuando hay un déficit interno que obliga a la empresa a buscar financiamiento externo (Zambrano y Acuña, 2013).

Por otra parte, el Pecking Order o también conocido como la teoría de la jerarquía financiera busca explicar cómo las empresas cotizadas estructuran su capital, describiendo su comportamiento en este contexto. Sin embargo, no considera factores como la motivación por sostener el control empresarial (Sánchez y Martín, 2005). Aunque la emisión de acciones podría generar una transferencia de riqueza de los accionistas actuales hacia los nuevos, esta no representa la última opción de financiamiento. En mercados donde existen derechos de suscripción preferente, los accionistas actuales tienen prioridad para adquirir nuevas acciones, lo que reduce significativamente el riesgo de transferencia de riqueza.

Además, es común que los accionistas actuales sean reacios a la emisión de acciones, ya que esto podría implicar una pérdida de control sobre la empresa en favor de los nuevos accionistas. No obstante, esta resistencia disminuye cuando se garantiza el acceso prioritario a las nuevas emisiones mediante los derechos de suscripción preferente (Aguayo et al., 2014).

La revisión de las teorías y modelos sobre estructura de capital ha sido clave para sentar las bases de este trabajo. Esto con el objetivo de entender, con sustento técnico, cómo y por qué una empresa toma decisiones sobre la combinación entre deuda y capital propio. Analizar enfoques como el CAPM, las proposiciones de Modigliani y Miller o la teoría Pecking Order permitió ver desde distintos ángulos qué factores inciden en el costo del capital, en el riesgo financiero y en la creación de valor para los accionistas.

Este repaso teórico cobra sentido cuando se lo aterriza a la realidad de San Camilo S.A. No es lo mismo hablar de estructura óptima de capital en un libro que aplicarlo a una empresa que está en plena etapa de expansión, que ha incrementado su capacidad productiva y que además proyecta entrar en un nuevo segmento como el de alimentos para mascotas. Contar con este marco de referencia permite evaluar si la forma

en que hoy se financia la compañía es coherente con sus planes de crecimiento, y qué ajustes podrían mejorar su rentabilidad y estabilidad.

El valor agregado para la empresa está en transformar estos conceptos en una herramienta práctica de gestión. Con esta base, San Camilo S.A. podrá calcular con mayor precisión su costo de capital, entender el efecto real de modificar sus niveles de deuda, y tomar decisiones de financiamiento con un enfoque estratégico, minimizando riesgos y maximizando oportunidades. En otras palabras, esta revisión no es un fin en sí mismo, sino un punto de partida para construir una propuesta que le ayude a crecer de manera sólida y sostenible, sin perder de vista su competitividad en el mercado agroindustrial ecuatoriano.

## CAPÍTULO III

### 3.1 Análisis de la Situación Financiera 2021-2024

El presente capítulo tiene como objetivo evaluar la situación financiera actual de San Camilo S.A. mediante un análisis detallado de los Estados Financieros correspondientes al periodo 2021-2024. Este examen permite identificar las principales fortalezas, debilidades y tendencias en materia de rentabilidad, liquidez, apalancamiento, eficiencia operativa y gestión del capital de trabajo.

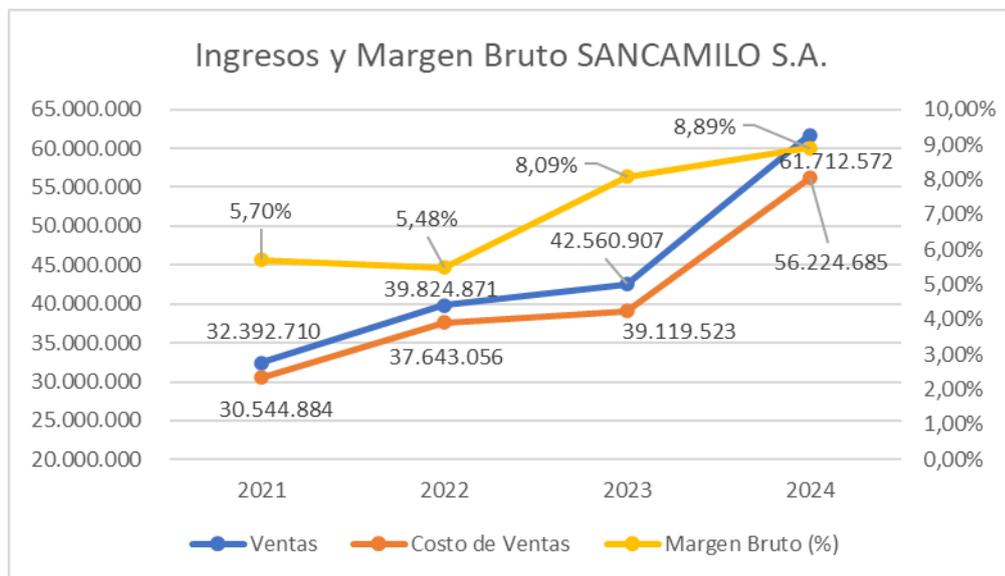
El análisis constituye un insumo clave para comprender los factores internos que condicionan la estructura de capital de la compañía y orientar, en capítulos posteriores, la determinación de su composición óptima.

### 3.2 Análisis Histórico de Estado de Resultados

#### 3.2.1 Ingresos y Margen Bruto

##### Figura 1

*Comportamiento Histórico de Ingresos y Margen Bruto de San Camilo S.A.*



*Fuente:* Estados Financieros de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos. Elaborado por los autores.

Durante el periodo 2021-2024, San Camilo S.A. ha evidenciado un crecimiento sostenido en sus ventas netas, con una tasa geométrica promedio anual del 18%. Este incremento ha sido particularmente significativo en los 2023 y 2024, como resultado de decisiones estratégicas claves orientadas a la diversificación de su portafolio de productos.

En 2024, la compañía incorporó nuevas líneas de negocio, incluyendo la comercialización de trigo, arroz y pasta de soya, que aportaron conjuntamente \$5 millones en ventas. Adicionalmente, el ingreso al segmento de balanceado para consumo animal contribuyó con \$20 millones en su primer año de operación, evidenciando una importante expansión en el ámbito operativo.

En términos de rentabilidad, el margen bruto de la compañía experimentó un crecimiento promedio geométrico anual del 31%. En 2021, la estructura del margen estaba altamente concentrada en la comercialización de maíz, que generó \$1.3 millones (74% sobre el total de ingresos), y en los servicios de almacenamiento de granos que aportaron \$360 mil (20% del total de ingresos). El margen bruto total de ese año fue de \$1.8 millones, equivalente al 5,6% sobre las ventas netas.

Para el año 2022, San Camilo S.A. mantuvo una alta concentración en su estructura de margen bruto, con el maíz representando el 89% del total y el servicio de almacenamiento de granos el 11% restante. Si bien los ingresos operacionales crecieron un 22,9% respecto a 2021, el margen bruto nominal se incrementó en menor proporción (18,1%), lo que generó una reducción del margen bruto relativo, al pasar de 5,7% en 2021 a 5,5% en 2022. Este comportamiento refleja una presión en la estructura de costos, atribuible a un mayor costo de venta proporcional, lo cual afectó la rentabilidad por unidad vendida. A pesar del crecimiento en volumen de ventas, el deterioro marginal en la utilidad bruta porcentual evidencia una menor eficiencia en la conversión de ingresos

en margen bruto, lo que sugiere oportunidades de mejora en la gestión de costos directos y en la diversificación del portafolio para reducir la dependencia de un solo producto.

En 2023, la compañía aumentó su concentración en la comercialización de maíz, que representó el 93% del margen bruto total, alcanzando \$3.2 millones. Esta mejora se atribuye principalmente a una reducción de costos de adquisición, lo cual permitió aumentar la rentabilidad sin necesidad de incrementar significativamente el volumen comercializado. Como resultado, el margen bruto sobre ventas ascendió a 8,09%

El año 2024 marcó un punto de inflexión estratégico en la gestión de ingresos y rentabilidad de San Camilo S.A., con una reestructuración sustancial en la composición del margen bruto. Si bien la comercialización de maíz continuó siendo el principal generador de ingresos, su participación en el margen bruto disminuyó al 57%, reflejando el impacto positivo de la estrategia de diversificación implementada. El margen bruto total ascendió a USD 5,5 millones, equivalente al 8,89% de las ventas netas, consolidando una mejora significativa en la rentabilidad operativa respecto a los años anteriores.

Este desempeño se explica por tres factores principales: (i) la incorporación del negocio de balanceado de consumo animal, con una contribución de USD 1,3 millones (18% del margen bruto total), (ii) la diversificación del portafolio con la comercialización de nuevos productos como trigo, pasta de soya y arroz, que generaron un margen de USD 500 mil, y (iii) el margen bruto de la comercialización de maíz, que ascendió a USD 3,3 millones. Esta evolución valida la efectividad de la estrategia de expansión, al reducir la dependencia de un único producto, mitigar riesgos operativos y fortalecer la capacidad de generación de valor económico.

El Estado de Resultados de 2024 también reflejó un crecimiento importante en ingresos operativos, que alcanzaron un incremento de USD 29 millones respecto a 2021,

equivalente a un crecimiento acumulado del 90,5%. Este aumento sustancial se explica principalmente por la implementación del plan de negocios del balanceado en la planta de Guayaquil, que aportó USD 20 millones en ventas netas en su primer año de operación. En términos absolutos, el margen bruto creció en USD 3,6 millones frente a 2021, y en términos relativos se observó una mejora porcentual de 3,2 puntos, reflejando una rentabilidad más sólida y eficiente. Cabe destacar que el nuevo negocio de balanceado alcanzó un margen bruto del 5,17% sobre ventas, en línea con el plan estratégico que proyectaba un margen consolidado de aproximadamente 20% entre Ecuaquímica y San Camilo S.A., lo cual evidencia una ejecución acertada de los objetivos financieros y comerciales definidos para este segmento.

### **3.2.2 Gastos Operativos**

Durante el ejercicio 2022, los gastos operativos nominales aumentaron un 8% en comparación con el año anterior, en línea con el crecimiento de las ventas. Sin embargo, en términos relativos, estos gastos representaron una proporción menor sobre los ingresos, disminuyendo en 0,4 puntos porcentuales. Este comportamiento evidencia una mejora en la eficiencia operativa, atribuible a un mayor control en la estructura de costos. Como resultado, el margen EBIT se incrementó de 3,3% en 2021 a 3,9% en 2022, lo que refleja una gestión más eficaz de los gastos administrativos y de ventas, contribuyendo a compensar parcialmente la reducción del margen bruto y a preservar la rentabilidad operativa.

En 2023, los gastos operativos presentaron un aumento significativo del 83,1% respecto a 2021, debido principalmente al reconocimiento de una provisión extraordinaria por baja de cartera, que incrementó el gasto de ventas en aproximadamente USD 700 mil. Este ajuste contable tuvo un impacto directo sobre la utilidad operativa, neutralizando el efecto positivo del crecimiento en el margen bruto.

En consecuencia, el margen EBIT se mantuvo constante en 3,9%, similar al del año anterior, lo que demuestra cómo decisiones puntuales en el ámbito contable pueden incidir considerablemente en los resultados operativos, incluso en contextos de expansión comercial.

Para el año 2024, los gastos operativos registraron un incremento adicional de USD 1 millón, en concordancia con el plan financiero proyectado. Este aumento fue nuevamente explicado por la constitución de una provisión por incobrabilidad de cartera del mismo monto, lo que afectó de forma directa la rentabilidad operativa. Esta situación subraya la necesidad de fortalecer las políticas de gestión de riesgos crediticios y de establecer mecanismos más estrictos para la constitución y seguimiento de provisiones, con el objetivo de preservar la eficiencia del negocio y asegurar la sostenibilidad del margen operativo en el mediano plazo.

### **3.2.3 Gastos Financieros**

En el periodo comprendido entre 2021 y 2024, los gastos financieros de San Camilo S.A. experimentaron un crecimiento sostenido, duplicándose en términos nominales. En 2022, el incremento fue de aproximadamente USD 400 mil, lo que representó un aumento del 45% respecto al año anterior, impulsado por el crecimiento del endeudamiento con costo financiero —tanto con bancos locales como con partes relacionadas— y por el alza generalizada de las tasas de interés en el sistema financiero ecuatoriano.

En 2023, el gasto financiero acumulado mostró un incremento de USD 600 mil en comparación con 2021, manteniendo la misma tendencia. Esta evolución fue resultado directo del mayor apalancamiento utilizado para sostener el crecimiento de las operaciones, en especial las vinculadas al negocio de balanceado de consumo animal.

Durante 2024, el gasto financiero alcanzó su punto más alto, en correspondencia

con el pico del endeudamiento registrado en los meses de junio y julio, cuando la deuda total ascendió a USD 20.5 millones. Este aumento se debió tanto al mayor volumen de obligaciones financieras como al incremento del costo del dinero en el mercado local. La evolución descrita evidencia la necesidad de monitorear de forma estratégica los niveles de apalancamiento y las condiciones crediticias, a fin de evitar tensiones en la estructura financiera y preservar la rentabilidad neta del negocio.

#### **3.2.4 Utilidad Antes de Impuestos (EBT)**

En el ejercicio 2022, el resultado antes de impuestos (EBT) experimentó un crecimiento nominal del 63,6% en comparación con 2021. Este desempeño fue impulsado principalmente por una mejora en la eficiencia operativa, reflejada en la optimización de los gastos operativos, lo cual permitió una mayor contribución de la utilidad operacional al resultado final.

En contraste, durante el año 2023 el EBT registró una caída del 10,5% respecto a 2021, como consecuencia del impacto negativo derivado del reconocimiento contable por baja de cartera. Este ajuste extraordinario redujo la utilidad operacional, afectando directamente la capacidad de generación de beneficios antes de impuestos, a pesar de la estabilidad del margen EBIT.

Para el año 2024, la compañía logró mejorar de forma significativa su rentabilidad operativa, alcanzando un incremento acumulado de USD 1,5 millones en el EBIT respecto a 2021, lo que representa un aumento de 0,8 puntos porcentuales en términos relativos. Esta mejora se tradujo también en un fortalecimiento del EBT, que creció en aproximadamente USD 400 mil en comparación con 2021, equivalente a una variación positiva del 224,4%. Este resultado evidencia una consolidación en la capacidad de generación de utilidades, impulsada por una gestión operativa más eficiente y un mayor control de los costos financieros.

### **3.2.5 Utilidad Neta**

Durante el periodo analizado, la utilidad neta de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos ha presentado un crecimiento sostenido, con una tasa de crecimiento promedio geométrico del 43%, reflejando una evolución positiva en la rentabilidad contable de la compañía. El año 2024 se posiciona como el de mejor desempeño en términos de utilidad neta, alcanzando un resultado nominal de USD 346 mil, equivalente al 0,6% de las ventas netas. Este repunte en la rentabilidad estuvo fuertemente influenciado por la incorporación del nuevo negocio de balanceado de consumo animal, el cual aportó aproximadamente USD 200 mil a la utilidad neta consolidada, evidenciando el impacto favorable de la estrategia de diversificación y expansión implementada por la empresa.

### **3.2.6 Resumen Análisis Financiero Periodo 2021 – 2024**

El análisis financiero evidencia la necesidad de evaluar la estructura de capital de la compañía, ya que en 2024, con un nivel de operación considerablemente superior al 2021, se logró una reducción significativa en la inversión neta. Esta eficiencia en el uso de los recursos se tradujo en una mejora destacada de los principales indicadores de rentabilidad, como el RONA, ROE, margen bruto y utilidad neta, lo cual refleja una gestión financiera más efectiva y una mayor capacidad de generación de valor.

## **3.3 Análisis Balance General**

### **3.3.1 Activos**

San Camilo S.A. presenta una estructura de activos caracterizada por una alta concentración en activos de corto plazo, los cuales representan en promedio el 99% del total activo. Dentro de este grupo, destacan las cuentas por cobrar y el inventario, que en conjunto constituyen aproximadamente el 88% del activo total. Esta estructura confirma la naturaleza comercial de la compañía, con una operación enfocada en la rotación de

inventarios y cuentas por cobrar, y una baja inversión en activos de largo plazo.

El análisis horizontal del Balance General (Anexo No. 1) revela que, en el año 2022, el activo total de San Camilo S.A. registró un crecimiento del 19,5% en comparación con 2021, impulsado principalmente por el incremento del inventario en aproximadamente \$6 millones, resultado de un elevado acopio de maíz durante dicho año. Este crecimiento se dio a pesar de una caída significativa del 95% en la posición de caja (\$2.6 millones). Cabe destacar que el activo neto presentó una contracción del 5%, atribuible al incremento del apalancamiento con proveedores (deuda sin costo financiero), que pasó de \$115 mil en 2021 a \$5.4 millones en 2022, lo cual permitió financiar parcialmente el aumento en el inventario.

En 2023, el activo total reflejó un aumento acumulado del 31% respecto a 2021, impulsado por un crecimiento del 38% en las cuentas por cobrar y del 38,6% en el inventario. Esta expansión se vincula directamente con el inicio de operaciones de la planta de balanceado en Guayaquil, que demandó la adquisición de materias primas como trigo, pasta de soya y aceite de palma. En cuanto al activo neto, se registró un aumento nominal de \$1.7 millones, en línea con las necesidades de capital previstas al plan de negocios para el arranque del nuevo segmento.

Durante 2024, el activo total mostró un crecimiento acumulado del 9% respecto a 2021, impulsado principalmente por el incremento en el activo fijo derivado del programa de inversiones ejecutado para fortalecer la operación de balanceado. En contraste, el activo neto evidenció una disminución del 18% respecto a 2021, lo que pone en evidencia una mayor eficiencia en la inversión neta, dado que las ventas nominales se duplicaron en este mismo periodo, pasando de \$30 millones a \$60 millones.

### **3.3.2 Pasivos y Patrimonio**

El análisis de la evolución de los pasivos totales evidencia un crecimiento

del 20% en 2022 respecto al año 2021, explicado principalmente por el incremento en la cuenta de proveedores dentro del pasivo corriente. Este aumento permitió financiar el crecimiento observado en los activos, sin requerir mayores niveles de endeudamiento financiero. Es importante señalar que el pasivo no corriente no registró variaciones durante este periodo, lo que indica una dependencia casi exclusiva del financiamiento de corto plazo.

En cuanto al patrimonio, durante el ejercicio 2022 se observó un crecimiento del 10% en relación con el año anterior, impulsado por la acumulación de utilidades retenidas y reservas. No se realizaron nuevas emisiones de capital, lo que implica que el fortalecimiento patrimonial provino exclusivamente de resultados generados internamente.

Para el año 2023, los pasivos totales reflejaron un incremento acumulado del 31,8% con respecto a 2021, atribuido al aumento tanto en las cuentas por pagar a proveedores como en las obligaciones con entidades financieras locales. Este crecimiento está alineado con las necesidades de financiamiento previstas en el plan de negocios para la implementación de las operaciones de balanceado, programadas para iniciar en 2024. Paralelamente, el patrimonio registró un aumento del 14% respecto a 2021, nuevamente explicado por la acumulación de utilidades y reservas, orientadas a capitalizar las nuevas unidades de negocio.

En 2024, el pasivo total mostró un crecimiento moderado del 8% en comparación con 2021. Sin embargo, el análisis detallado por cuentas revela movimientos significativos: la cuenta de proveedores se incrementó en aproximadamente USD 5,1 millones, mientras que las obligaciones financieras de corto plazo con bancos locales disminuyeron en un 29%, equivalente a USD 5,5 millones. Como resultado, el pasivo corriente experimentó un incremento marginal del 1%. En contraste, el pasivo no

corriente aumentó de forma considerable, con un crecimiento del 159%, debido a una nueva obligación adquirida con Banco Guayaquil por USD 3 millones a un plazo de 36 meses, destinada a capital de trabajo para las operaciones de balanceado proyectadas en 2025.

El análisis vertical de la estructura de pasivos entre 2021 y 2023 muestra una composición relativamente constante, donde el pasivo corriente representó en promedio el 95% del total del pasivo. No obstante, en 2024 se evidenció una reconfiguración estratégica del apalancamiento financiero. La proporción del pasivo de corto plazo se redujo al 88%, mientras que el pasivo de largo plazo aumentó su participación al 12%. Este cambio representa un alivio en la presión de obligaciones inmediatas y contribuye a una mayor estabilidad financiera, al distribuir más eficientemente los compromisos en el tiempo y reducir la exposición al riesgo de refinanciamiento.

### 3.4 Análisis Histórico de Flujo de Caja

#### 3.4.1 Flujo Operacional

**Tabla 1**

*Flujo Operacional de San Camilo S.A.*

Flujo Operacional	2021	2022	2023	2024
Ingresos Operacionales	\$ 30,2	\$ 39,8	\$ 39,0	\$ 63,9
Egresos Operativos	\$ -37,5	\$ -41,9	\$ -38,2	\$ -60,3
Proveedores	\$ -35,6	\$ -39,2	\$ -36,1	\$ -56,4
Sueldos	\$ -0,3	\$ -0,4	\$ -0,4	\$ -1,4
Intereses	\$ -0,7	\$ -1,0	\$ -1,3	\$ -1,6
Impuestos	\$ -0,4	\$ -0,5	\$ -0,4	\$ -0,8
Otros pagos	\$ -0,6	\$ -0,9		
<b>Total Flujo Operación</b>	<b>\$ -7,3</b>	<b>\$ -2,2</b>	<b>\$ 0,8</b>	<b>\$ 3,7</b>

*Fuente:* Estados Financieros de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos.  
Elaborado por los autores.

El flujo operativo de San Camilo S.A. refleja una evolución significativa durante el periodo analizado, evidenciando una mejora sustancial en su capacidad para generar recursos líquidos provenientes de sus actividades principales, especialmente a partir de la consolidación del negocio de alimento balanceado.

Entre 2021 y 2024, los ingresos operacionales evolucionaron en línea con las ventas, duplicándose de \$32 millones a \$64 millones, lo que representa un crecimiento acumulado del 100%. El repunte más notable se observa en 2024, impulsado por la implementación efectiva del plan de negocios del segmento de balanceado en la planta de Guayaquil, lo que permitió revertir la tendencia negativa de años anteriores en los flujos netos operativos.

Los principales egresos del flujo operativo están compuestos por:

- Proveedores: Constituyen el mayor componente del egreso operativo, incluyendo adquisiciones de materia prima local y compras generales para las operaciones de granos y balanceado.
- Sueldos y Salarios: Experimentaron un crecimiento coherente con la expansión operativa y comercial de la empresa.
- Intereses: Aunque el nivel nominal de deuda se mantuvo relativamente constante, los egresos por intereses crecieron de forma significativa debido al aumento de las tasas de interés a partir de 2022.
- Impuestos: Aumentaron proporcionalmente al crecimiento de las utilidades netas.

En 2021, el flujo de operación fue altamente deficitario, con un saldo negativo

de aproximadamente \$7 millones, atribuido a una gestión de cobranza y de inventario no eficiente. Esta deficiencia dejó a la empresa sin capacidad para cubrir adecuadamente sus egresos operativos, particularmente los pagos a proveedores, los cuales superaron en \$5 millones a los ingresos por ventas.

Durante 2022, el flujo operativo permaneció en terreno negativo, manteniendo un comportamiento similar al año anterior. Si bien la gestión de cobranza fue suficiente para cubrir parcialmente los pagos a proveedores, no alcanzó a cubrir los demás gastos operativos como sueldos, intereses e impuestos.

En el año 2022 San Camilo Comercializadora de Granos presentó un flujo de operación negativo similar al 2021, debido a que la cobranza de ventas sólo pudo cubrir los pagos a proveedores, dejando sin cobertura los otros gastos operativos como sueldos, intereses, impuestos, etc.

En 2023 se evidencia una recuperación moderada del flujo de operación, que cerró en terreno positivo. Esta mejora se explica por una mejor gestión de cuentas por cobrar, lo que permitió cubrir adecuadamente todos los egresos operativos necesarios para sostener la actividad comercial.

Finalmente, en 2024 se registró un superávit operativo de \$3.7 millones, un resultado excepcional frente a años anteriores. Este desempeño está vinculado a una gestión de cobranza más eficiente, que acompañó de manera efectiva el crecimiento de ingresos derivado del nuevo negocio de alimento balanceado, permitiendo consolidar una estructura más robusta y con mayor capacidad de generación de flujo.

### 3.4.2 Flujo de Financiamiento

**Tabla 2**

*Flujo de Financiamiento de San Camilo S.A.*

Flujo de Financiamiento	2021	2022	2023	2024
(+) Obligaciones con Bancos	\$ 19,0	\$ 18,1	\$ 45,0	\$ 29,0
(+) Préstamos relacionadas	\$ 8,7	\$ 19,1	\$ 11,4	\$ 4,2
(-) Pago obligaciones bancarias	\$ -9,4	\$ -19,4	\$ -42,5	\$ -34,8
(-) Pago préstamos relacionadas	\$ -8,9	\$ -18,1	\$ -11,9	\$ -4,2
<b>Total Flujo Financiamiento</b>	<b>\$ 9,5</b>	<b>\$ -0,4</b>	<b>\$ 2,0</b>	<b>\$ -5,9</b>

*Fuente:* Estados Financieros de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos. Elaborado por los autores.

El flujo de financiamiento de San Camilo S.A. ha estado estructurado principalmente en torno a dos fuentes clave:

- Obligaciones bancarias: Fondos provenientes del sistema financiero nacional, utilizados para cubrir requerimientos de capital de trabajo y financiar operaciones.
- Préstamos de empresas relacionadas: Financiamiento obtenido a través de entidades vinculadas, principalmente Ecuaquímica S.A., socio estratégico en la distribución de alimento balanceado.

Durante el periodo 2021-2024, el comportamiento del flujo de financiamiento evidenció una marcada volatilidad, en respuesta a la dinámica operativa y a las necesidades cambiantes de liquidez del negocio:

- En 2021, la compañía registró un déficit operativo significativo, que fue compensado mediante un endeudamiento agresivo con el sistema financiero local, resultando en un flujo neto de financiamiento positivo de aproximadamente \$9.5 millones.
- En 2022, ante la persistencia de un flujo operativo negativo, la empresa

no logró reducir su nivel de endeudamiento. En consecuencia, se vio forzada a utilizar recursos acumulados del periodo anterior, sin generar nuevo flujo neto positivo por financiamiento.

- En 2023, a pesar de una ligera recuperación del flujo operativo, la compañía incrementó su nivel de apalancamiento financiero en aproximadamente \$2 millones. Este aumento estuvo estratégicamente orientado a anticipar los requerimientos de capital para la implementación del plan de negocio del segmento de alimento balanceado, proyectado a ejecutarse en 2024.
- En 2024, gracias a una sólida generación de flujo operativo derivada de la consolidación del negocio de alimento balanceado, San Camilo S.A. logró reducir significativamente su nivel de endeudamiento, con un flujo de financiamiento negativo de \$5.9 millones. Esta reducción representa un alivio sustancial en la presión financiera acumulada, disminuyendo el riesgo de liquidez y mejorando la sostenibilidad del apalancamiento.

En conjunto, la evolución del flujo de financiamiento refleja una dependencia importante del endeudamiento en los primeros años del periodo analizado, seguida de una transición hacia una estructura más autosostenible en 2024, apalancada en una mejora en la capacidad operativa de generación de efectivo.

### 3.4.3 Flujo de Inversión

**Tabla 3**

*Flujo de Inversión de San Camilo S.A.*

Flujo de inversión	2021	2022	2023	2024
(-) Adquisición Capex	\$ -0,0	\$ -0,0	\$ -	\$ -0,1
(+) Venta PPE	\$ -	\$ 0,0	\$ -	\$ -
(-) Préstamos a relacionadas	\$ -	\$ -0,1	\$ -	\$ -4,5
(+) Cobro a relacionadas	\$ 0,2	\$ -	\$ -	\$ 4,9
(+/-)Inversiones Temporales	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -0,1
<b>Flujo de Inversión</b>	<b>\$ 0,2</b>	<b>\$ -0,1</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ 0,1</b>

*Fuente:* Estados Financieros de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos. Elaborado por los autores.

El flujo de inversión de San Camilo S.A. se ha mantenido relativamente estable durante el periodo 2021-2024, sin presentar una volatilidad significativa.

Durante los ejercicios 2021 a 2023, las inversiones de capital fueron marginales, dado que la infraestructura física destinada a las operaciones de comercialización de granos se encontraba en condiciones operativas óptimas, sin requerimientos sustanciales de renovación o expansión.

Sin embargo, en 2024, se evidenció un cambio en la política de inversión, impulsado por la incorporación estratégica del negocio de alimento balanceado. La administración financiera ejecutó inversiones orientadas principalmente a la repotenciación de maquinaria en la planta de Guayaquil, con el objetivo de garantizar la continuidad y eficiencia operativa en la producción de balanceado. Estas máquinas, con una vida útil superior a los 50 años, requerían adecuaciones técnicas para adaptarse a los estándares de productividad y seguridad industrial exigidos por el nuevo plan de negocios. Esta decisión refleja una asignación de capital enfocada en el fortalecimiento de la capacidad instalada y en la sostenibilidad operativa del nuevo segmento, en línea con la estrategia de diversificación productiva y generación de valor a largo plazo.

### 3.5 Comportamiento de la Estructura de Capital

Se detalla la estructura de capital de San Camilo S.A. de la siguiente forma:

**Tabla 4**

*Comportamiento de la Estructura de Capital de San Camilo S.A.*

	2021	%	2022	%	2023	%	2024	%
Deuda a CP	\$ 19.862.250	90,30%	\$ 18.726.832	89,30%	\$ 21.426.683	90,35%	\$ 14.131.260	78,30%
Deuda a LP	\$ 1.000.000	4,55%	\$ 1.000.000	4,77%	\$ 1.000.000	4,22%	\$ 2.587.300	14,34%
Patrimonio	\$ 1.133.736	5,15%	\$ 1.242.924	5,93%	\$ 1.289.259	5,44%	\$ 1.329.617	7,37%
<b>Activo Neto</b>	<b>\$ 21.995.986</b>	<b>100,00%</b>	<b>\$ 20.969.756</b>	<b>100,00%</b>	<b>\$ 23.715.942</b>	<b>100,00%</b>	<b>\$ 18.048.177</b>	<b>100,00%</b>

*Fuente:* Estados Financieros de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos. Elaborado por los autores.

Durante el periodo analizado, la estructura de capital de San Camilo S.A. ha estado altamente apalancada mediante recursos de terceros, con una marcada dependencia del sistema financiero nacional. En promedio, el 94% de la inversión neta ha sido financiada mediante deuda, mientras que únicamente el 6% provino de recursos propios, evidenciando una baja capitalización patrimonial.

Una característica relevante del apalancamiento financiero de la compañía es la elevada proporción de deuda de corto plazo. En promedio, el financiamiento a corto plazo ha cubierto el 87,50% del activo neto, relegando a los recursos permanentes — compuestos por el patrimonio y la deuda de largo plazo— a financiar apenas el 12,50% de la inversión total. Esta estructura expone a la empresa a un alto riesgo de refinanciamiento y presión sobre el flujo de caja en horizontes cortos.

Sin embargo, en el ejercicio 2024 se observa un cambio favorable en la composición del financiamiento. La participación de deuda de corto plazo disminuyó al 78% del activo neto, mientras que los recursos permanentes aumentaron su peso relativo al 22%. Esta reconfiguración de la estructura de capital contribuye a reducir la exposición al riesgo de liquidez, aliviando la presión sobre la tesorería y permitiendo una

mayor holgura en el ciclo financiero-operativo. Además, este ajuste sienta las bases para una estructura de financiamiento más sostenible y alineada con el perfil de crecimiento proyectado de la compañía.

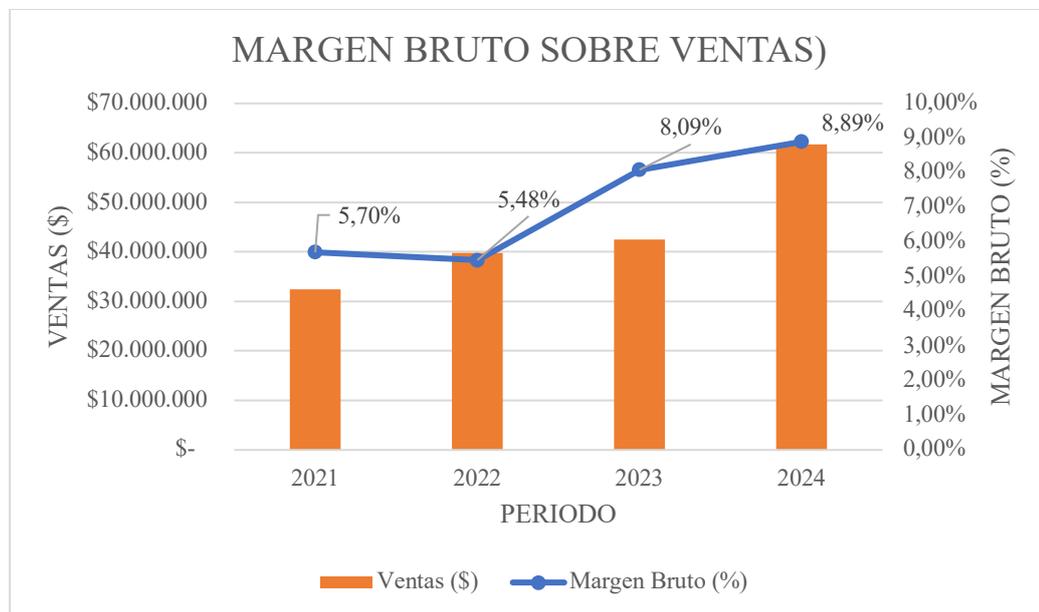
### 3.6 Análisis de razones financieras de la compañía San Camilo S.A. (2021-2024)

#### 3.6.1 Indicadores de Rentabilidad

##### 3.6.1.1 Margen bruto sobre Ventas

**Figura 2**

*Margen Bruto sobre Ventas de San Camilo S.A.*



*Fuente:* Estados Financieros de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos. Elaborado por los autores.

Entre 2021 y 2024, San Camilo S.A. experimentó una evolución positiva en su margen bruto, con un crecimiento nominal significativo y una mejora en su composición. Inicialmente concentrado en la comercialización de maíz (hasta el 89% del margen en 2022), el portafolio fue diversificado progresivamente con la inclusión de nuevos productos como trigo, arroz, pasta de soya y balanceado animal.

En 2024, esta estrategia permitió alcanzar un margen bruto de \$5.5 millones

(8,89% sobre ventas), con menor concentración en un solo producto (maíz 57%) y mayor participación de líneas complementarias. Este cambio estructural fortaleció la rentabilidad operativa y redujo el riesgo asociado a la dependencia de un solo insumo, consolidando una mejora sostenible en el desempeño financiero de la compañía.

### ***3.6.1.2 Margen Bruto sobre Gastos Operativos***

Durante el periodo 2021-2024, el ratio margen bruto sobre gastos operativos de San Camilo S.A. se mantuvo en niveles saludables, fluctuando entre 1,63x y 1,80x. Este comportamiento indica que, por cada dólar destinado a cubrir gastos operativos, la empresa generó en promedio 1,7 dólares de margen bruto, evidenciando una capacidad sostenida para cubrir sus costos fijos y generar utilidad operativa.

El valor más alto se registró en 2024 (1,8x), impulsado por la expansión comercial derivada de la incorporación del negocio de balanceado animal y una mejora significativa en la eficiencia operativa. A pesar del incremento en los gastos de venta y administración durante el periodo, el crecimiento del margen bruto fue suficiente para mantener una cobertura sólida, lo que refleja una adecuada relación entre crecimiento en ventas, costos y estructura operativa.

### ***3.6.1.3 Utilidad antes de intereses e impuestos sobre ventas***

Durante el periodo analizado, San Camilo S.A. evidenció una evolución favorable en su utilidad operativa, tanto en términos nominales como relativos. El Ebit mostró una trayectoria de crecimiento sostenido, con una mejora en el margen operativo desde el 3,3% en 2021 hasta alcanzar un 4,1% en 2024, impulsado principalmente por el aumento del margen bruto y una contención razonable de los gastos operativos.

El año 2022 marcó una recuperación operativa, a pesar de la ligera contracción en el margen bruto, gracias a una gestión más eficiente del gasto, elevando el margen Ebit a 3,9%.

En 2023, el Ebit se mantuvo en niveles similares, pero afectado por ajustes extraordinarios por provisión de cartera incobrable, que limitaron la mejora esperada. Sin embargo, en 2024, con la incorporación estratégica del negocio de balanceado animal y una mayor eficiencia en el uso del capital de trabajo, el Ebit se incrementó en \$1.5 millones respecto a 2021, consolidando una mejora operativa estructural.

#### **3.6.1.4 Utilidad antes de impuestos**

La utilidad antes de impuestos (EBT) de San Camilo S.A. mostró una evolución volátil durante el período 2021–2024, reflejando tanto la eficiencia operativa como el impacto del apalancamiento financiero sobre los resultados finales.

En 2022, el EBT creció un 63,6% respecto a 2021, impulsado principalmente por la expansión del EBIT, dado el control en los gastos operativos. A pesar del incremento en los gastos financieros, derivados de un mayor endeudamiento y alzas en las tasas de interés, la compañía logró sostener una rentabilidad antes de impuestos superior al año base, evidenciando un apalancamiento operativo eficiente.

En 2023, el EBT experimentó una contracción del 10,5% frente a 2021, afectado por provisiones extraordinarias por incobrabilidad, que redujeron el resultado operacional. Aunque las ventas y el margen bruto crecieron, el mayor costo financiero y los ajustes contables limitaron la conversión de utilidad operativa en utilidad antes de impuestos.

En 2024, se observó una mejora sustancial, con un incremento del 224,4% en el EBT respecto a 2021, gracias a la consolidación del negocio de balanceado, la reducción parcial del endeudamiento de corto plazo y una mejor absorción de gastos fijos. El resultado evidencia una recuperación sólida de la rentabilidad financiera, reflejando una estructura de capital más eficiente y una mayor resiliencia operativa.

En conjunto, el comportamiento del Ebt confirma que la rentabilidad de la

compañía ha sido sensible al manejo del gasto financiero y a los eventos no recurrentes, pero con una tendencia clara hacia la mejora estructural en el último año del análisis.

### **3.6.2 Indicadores de Gestión**

#### **3.6.2.1 Período Promedio de Cobro**

Durante el periodo 2021-2023, San Camilo S.A. presentó niveles de días promedio de cobro consistentemente por encima del plazo establecido en su política de crédito (30 a 90 días), evidenciando deficiencias en la gestión de cartera. Esta situación generó una elevada inversión en cuentas por cobrar, presionando la necesidad operativa de fondos (NOF) y obligando a la empresa a financiar capital de trabajo con deuda de corto plazo, lo que incrementó los gastos financieros y afectó la rentabilidad neta.

En 2024, la compañía logró una mejora significativa en la gestión de cuentas por cobrar, reduciendo los días promedio a 84 días, dentro del rango aceptable según su política. Esta mejora fue posible gracias a una administración más eficiente de crédito comercial, en paralelo con el incremento del volumen de ventas (+45% vs 2023), sin deteriorar el perfil de cobranza.

La reducción de los días promedio de cobro permitió liberar capital de trabajo, disminuir la presión sobre el financiamiento de corto plazo y mejorar el flujo de caja operativo, fortaleciendo así la posición financiera de la compañía.

#### **3.6.2.2 Período Promedio de Pago**

Durante el periodo analizado, el Período Promedio de Pago de San Camilo S.A. mostró una tendencia de alargamiento del ciclo de pago a proveedores, como una estrategia deliberada de la administración para financiar parte de sus operaciones sin incurrir en mayor costo financiero explícito. Esta política permitió a la compañía sostener un elevado nivel de inventario, especialmente en los meses fuera de cosecha, y compensar parcialmente la presión generada por el incremento en cuentas por cobrar.

En 2022, el incremento sustancial en la cuenta de proveedores —pasando de \$115 mil en 2021 a \$5.4 millones— reflejó una extensión considerable en los plazos de pago, que financió el crecimiento del inventario sin aumentar la deuda financiera bancaria.

Si bien esta estrategia alivió temporalmente las necesidades de liquidez, también elevó el riesgo de presión comercial por parte de los proveedores. No obstante, en 2024, con la mejora del flujo operativo y el crecimiento de ingresos provenientes del negocio de balanceado animal, la compañía comenzó a reducir progresivamente el uso excesivo de esta fuente de financiamiento espontáneo, reflejando una mejora en la salud financiera y en la capacidad de cumplir con sus obligaciones dentro de plazos razonables.

### ***3.6.2.3 Periodo Promedio de Inventario***

Durante el período 2021–2024, el Periodo Promedio de Inventario (PPI) de San Camilo S.A. se caracterizó por niveles elevados y relativamente estables, reflejando la naturaleza operativa del negocio, intensiva en activos circulantes. En promedio, el inventario representó más del 40% del activo corriente, con una alta rotación anual ajustada a los ciclos agrícolas del maíz, que se cosecha principalmente en dos ventanas del año: mayo–agosto y octubre–noviembre.

La compañía mantiene una política de acopio estacional que le permite sostener inventario durante los meses de baja oferta, garantizando un abastecimiento continuo a sus clientes. Esta estrategia implica un PPI estructuralmente alto, pero justificado operativamente, dado que mitiga el riesgo de desabastecimiento y aprovecha oportunidades de compra a menores precios durante los picos de cosecha.

En 2024, con la incorporación del negocio de alimento balanceado, el volumen y la complejidad del inventario se incrementaron considerablemente, incorporando materias primas como trigo, pasta de soya y aceite de palma. A pesar de

ello, la compañía logró mantener un nivel de rotación saludable, gracias a una mejor planificación de compras y gestión de la demanda.

Financieramente, el PPI elevado presiona el capital de trabajo neto y representa un costo de oportunidad sobre el capital invertido; sin embargo, en este caso, su mantenimiento responde a decisiones estratégicas que buscan estabilidad operativa y eficiencia comercial en un entorno de oferta cíclica.

#### ***3.6.2.4 Periodo Promedio de Conversión de Efectivo***

Durante el periodo 2021-2024, el Periodo Promedio de Conversión de Efectivo (CCE) de San Camilo S.A. reflejó un ciclo operativo largo, característico de compañías comerciales con alta concentración de activos corrientes. El CCE, calculado como:  $CCE = \text{Días promedio de cobro} + \text{Días promedio de inventario} - \text{Días promedio de pago}$ , mostró una tendencia decreciente hacia 2024, como resultado de mejoras graduales en la gestión de cartera y abastecimiento, a pesar de las presiones sobre el inventario.

En los años 2021 y 2022, el CCE superó los 100 días, impulsado principalmente por dos factores:

Altos días de inventario, debido al acopio estacional de maíz y otros granos para garantizar el abastecimiento continuo durante el año.

Altos días de cobro, que excedieron los 100 días promedio, por debilidades en la gestión de crédito y control de cartera.

Durante el 2023, si bien el negocio de balanceado aún no iniciaba operaciones, se evidenció una ligera mejora en la rotación de cuentas por cobrar, lo cual redujo marginalmente el CCE, aunque aún por encima de los estándares óptimos del sector.

Para el año 2024, con la implementación del plan de negocio de alimento

balanceado, la compañía logró mejoras operativas significativas:

Los días promedio de cobro se redujeron a 84 días, gracias a una gestión más estricta de crédito.

Se mantuvo el nivel de inventario alto, acorde a la nueva línea de negocio.

La extensión de días promedio de pago mediante acuerdos financieros permitió mejorar la posición de liquidez.

Como resultado, el CCE en 2024 se redujo sustancialmente, lo que refleja una mejora tangible en la eficiencia del ciclo operativo, optimizando la conversión de activos corrientes en efectivo. Esto permitió aliviar la presión sobre el capital de trabajo y redujo la necesidad de financiamiento a corto plazo, mejorando la posición de tesorería y fortaleciendo la sostenibilidad financiera de la compañía.

#### ***3.6.2.5 Fondo de Maniobra (Capital de Trabajo)***

Durante el periodo 2021–2024, San Camilo S.A. mantuvo un capital de trabajo neto positivo y relevante, con valores aproximados de \$2 millones en los ejercicios 2021 y 2022. Este nivel representa una posición de liquidez estructural razonable frente al tamaño operativo de la compañía, permitiendo cubrir con holgura sus obligaciones corrientes.

En estos años, la empresa financió sus activos corrientes principalmente con pasivos corrientes, pero sin comprometer su solvencia. La gestión del ciclo operativo — particularmente el manejo del inventario y las cuentas por cobrar— permitió sostener un equilibrio adecuado entre liquidez y rentabilidad.

En 2023, el Capital de Trabajo se mantuvo estable, a pesar de las mayores exigencias operativas derivadas del crecimiento de ventas y la preparación del negocio de balanceado animal. Esto sugiere que la compañía logró absorber el aumento de necesidades operativas de fondos (NOF) sin deteriorar su posición financiera de corto

plazo.

En 2024, se evidenció una mejora cualitativa en la composición del capital de trabajo, debido a:

Una disminución en el endeudamiento bancario a corto plazo.

La transición hacia una estructura de financiamiento de mayor plazo.

Una mejor gestión de la cartera de clientes.

Esta evolución permitió fortalecer la flexibilidad financiera y reducir el riesgo de iliquidez operativa, en un contexto de fuerte expansión de ventas y diversificación de portafolio.

En conjunto, el análisis refleja que el capital de trabajo fue suficiente y estratégicamente gestionado durante el periodo analizado, alineado al ciclo financiero de la compañía y a las exigencias propias de un modelo de negocio intensivo en activos corrientes.

### ***3.6.3 Indicadores de Endeudamiento***

#### ***3.6.3.1 Endeudamiento ajustado / Activo Total***

Durante el periodo 2021–2024, San Camilo S.A. mantuvo una estructura de capital altamente apalancada. No obstante, el análisis del endeudamiento ajustado revela una disminución progresiva del riesgo financiero neto, particularmente relevante en 2024.

En 2021 y 2022, el indicador presentó niveles elevados, en torno al 81% y 74% respectivamente, como resultado de una alta dependencia del financiamiento externo y niveles muy reducidos de caja, especialmente en 2022, donde el saldo disponible cayó cerca del 95%. Esto implicó una mayor exposición al riesgo de refinanciamiento, presión sobre la liquidez operativa y una menor flexibilidad financiera.

En 2023, a pesar de que la empresa incrementó su nivel de endeudamiento

para preparar el arranque del negocio de balanceado, el indicador se mantuvo relativamente estable, debido a una leve mejora en la posición de caja y una expansión del activo total. No obstante, el endeudamiento ajustado aún representaba una proporción importante del balance general, lo que limitaba el margen de maniobra ante escenarios adversos.

En 2024, gracias a una sólida generación de flujo operativo —impulsada por la consolidación del negocio de alimento balanceado— la empresa logró reducir significativamente su deuda financiera neta, al tiempo que fortaleció su posición de liquidez. Esto se tradujo en una mejora sustancial del indicador, que se redujo al 24% del activo total, el nivel más bajo del periodo analizado. Esta evolución representa un desapalancamiento efectivo y una mejora en la solvencia estructural de la compañía.

### ***3.6.3.2 Endeudamiento ajustado / Patrimonio***

Durante el periodo 2021-2024, San Camilo S.A. mantuvo una estructura de capital altamente apalancada, con un promedio de 14,7 veces de deuda financiera neta por cada dólar de patrimonio, lo cual refleja una muy baja participación de recursos propios en el financiamiento de sus operaciones.

A pesar de una ligera mejora en 2024, con una disminución del ratio a 11,88 veces, el apalancamiento sigue siendo elevado. Esta caída se explica por:

Una reducción de \$3.8 millones en la deuda ajustada respecto a 2023, derivada de la aplicación de excedentes de flujo operacional al pago de obligaciones financieras.

Un crecimiento moderado del patrimonio, apalancado por la reinversión de utilidades acumuladas, especialmente tras la incorporación del negocio de balanceado animal.

Este comportamiento refleja una gestión financiera orientada a reducir la exposición al riesgo financiero, aunque la dependencia del capital ajeno sigue siendo

crítica.

### **3.6.4 Indicadores de Liquidez**

#### **3.6.4.1 Liquidez**

Durante el periodo 2021–2024, San Camilo S.A. ha mantenido una razón corriente promedio de 1,09, con una baja desviación estándar, lo que indica un manejo prudente y estable de su liquidez operativa. Este nivel se considera aceptable en términos de solvencia de corto plazo, al demostrar que la empresa ha tenido, en promedio, \$1,09 de activos corrientes por cada \$1 de pasivo corriente.

El ligero crecimiento del indicador en los últimos años, hasta alcanzar 1,12 en 2024, se explica por:

Un mayor control del capital de trabajo, derivado de una gestión más eficiente de cuentas por cobrar.

La reducción del endeudamiento bancario a corto plazo, lo que alivió la presión sobre las obligaciones inmediatas.

No obstante, dado que el indicador se mantiene apenas por encima del umbral de suficiencia (1), la compañía debe continuar fortaleciendo su gestión de efectivo y capital circulante para mitigar riesgos de liquidez operativa, especialmente en escenarios de estrés financieros.

#### **3.6.4.2 Prueba Ácida**

Entre 2021 y 2024, San Camilo S.A. presentó una prueba ácida promedio de **0,77**, lo que refleja una alta dependencia del inventario para cumplir sus obligaciones de corto plazo. Este nivel, inferior al umbral estándar de 1,0, indica que la empresa no podría cubrir completamente sus pasivos corrientes si tuviera que prescindir de sus inventarios.

Este comportamiento responde, en gran medida, a la naturaleza operativa de la empresa, que requiere mantener niveles elevados de inventario de materias primas (maíz, trigo, pasta

de soya, etc.) para garantizar el abastecimiento continuo en mercados de alta estacionalidad y fluctuación.

En 2024 se observa una ligera mejora del indicador, alcanzando 0,80, atribuible a una mayor eficiencia en la rotación de cuentas por cobrar y una gestión más activa del flujo de efectivo, como resultado de la consolidación del negocio de balanceado.

### ***3.6.5 Indicadores de Estructura de Capital***

#### ***3.6.5.1 Pasivo Total / Activo Total***

En el caso de San Camilo S.A. se observa una estructura de financiamiento intensamente apalancada, con una razón promedio de endeudamiento cercana al 94%, lo que implica que apenas un 6% del activo total fue respaldado por recursos propios. Esta relación pone en evidencia un modelo de crecimiento apalancado en deuda, típico de compañías comerciales de alta rotación y bajo nivel de inversión en activos fijos.

El análisis año a año revela lo siguiente:

- En 2021, la empresa alcanzó su punto más alto de dependencia financiera externa, con un ratio de 95%, reflejando que prácticamente la totalidad de su inversión operativa estaba cubierta por pasivos.
- Durante 2022 y 2023, la razón se mantuvo prácticamente sin cambios, situándose en 94% en promedio. Este comportamiento estable indica que el crecimiento en activos y ventas no estuvo acompañado de un fortalecimiento patrimonial proporcional.
- Para 2024, se evidenció una leve mejora estructural: el ratio bajó a 92%, impulsado principalmente por una reducción de la deuda financiera de corto plazo y una mayor acumulación de utilidades. Si bien sigue siendo un nivel elevado, esta variación sugiere una gestión financiera más conservadora y orientada a reducir la exposición a riesgo de liquidez.

En términos generales, aunque la estructura patrimonial de San Camilo S.A. continúa siendo frágil frente a shocks financieros, la reciente tendencia hacia una menor dependencia de deuda constituye un avance relevante.

#### **3.6.5.2 Indicador de Solvencia: Patrimonio / Activo Total**

El índice de solvencia, medido como la razón entre patrimonio y activo total, revela una estructura patrimonial altamente apalancada. En el periodo comprendido entre 2021 y 2024, San Camilo S.A. registró una solvencia promedio de apenas 6%, lo que indica que más del 94% de sus activos fueron financiados con recursos de terceros, principalmente deuda bancaria y proveedores.

Este nivel reducido de capital propio sobre el total de activos refleja una política financiera agresiva en cuanto al uso de deuda, especialmente de corto plazo. Si bien esta estrategia permitió apalancar el crecimiento operativo, también expuso a la compañía a un mayor riesgo financiero antes escenarios de tensión de liquidez o aumento en el costo del dinero.

Cabe destacar que en 2024 se produjo una leve mejora del indicador, alcanzando un nivel de 8%, asociado al crecimiento de las utilidades retenidas y a una reducción en el endeudamiento total. No obstante, la estructura de capital continúa siendo frágil desde una perspectiva patrimonial, lo que sugiere la necesidad de fortalecer gradualmente los recursos propios como parte de una estrategia de sostenibilidad financiera en el largo plazo.

#### **3.6.5.3 Pasivo / Patrimonio**

El índice Pasivo / Patrimonio de San Camilo S.A. evidencia un alto grado de apalancamiento financiero durante el periodo analizado. Entre 2021 y 2024, el ratio promedio fue de 16,2 veces, lo que implica que, por cada dólar de patrimonio, la compañía mantuvo aproximadamente \$16,20 en obligaciones con terceros. Este nivel es

significativamente elevado y refleja una estructura de capital fuertemente dependiente de la deuda.

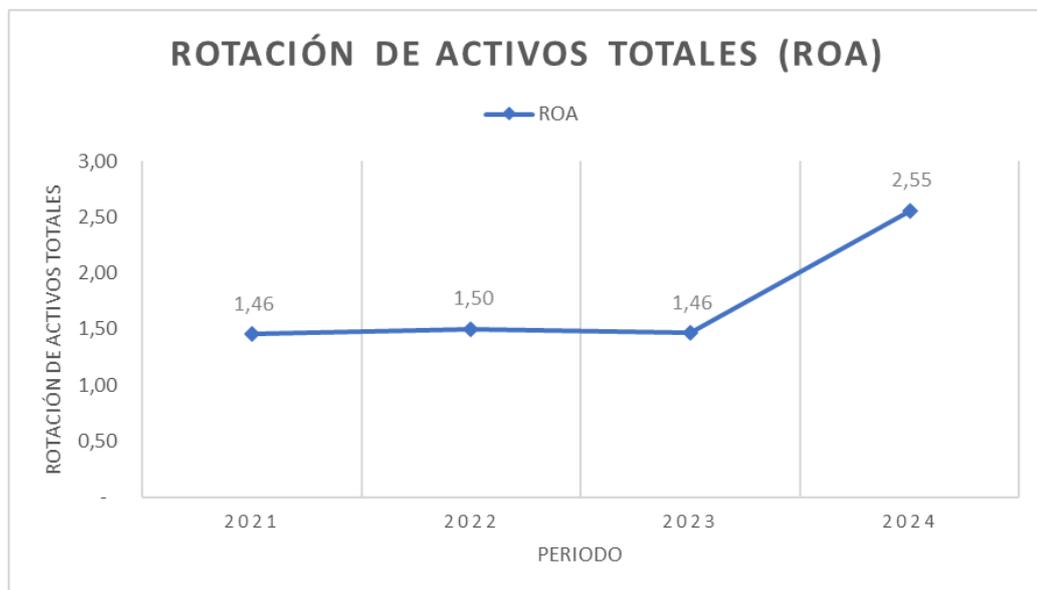
En 2021, el ratio se ubicó en 16x, manteniéndose en niveles similares hasta 2023. Recién en 2024 se observó una corrección moderada a 11,88x, impulsada por una disminución en la deuda total y una leve capitalización de utilidades. A pesar de esta mejora, el apalancamiento patrimonial continúa siendo muy alto respecto a estándares prudenciales, lo cual limita la flexibilidad financiera y aumenta la exposición a riesgos de liquidez y solvencia, especialmente en entornos de tasas de interés elevadas o restricciones de crédito.

### 3.6.6 Indicadores de Rentabilidad

#### 3.6.6.1 Retorno sobre Activos (ROA)

**Figura 3**

*Rotación de Activos Totales de San Camilo S.A.*



*Fuente:* Estados Financieros de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos.

Elaborado por los autores.

El Retorno sobre Activos (ROA) de San Camilo S.A. ha mostrado un comportamiento estable pero moderado a lo largo del periodo 2021-2024, con un

promedio del 1,23% reflejando una baja rentabilidad contable en relación con el tamaño de su estructura de activos.

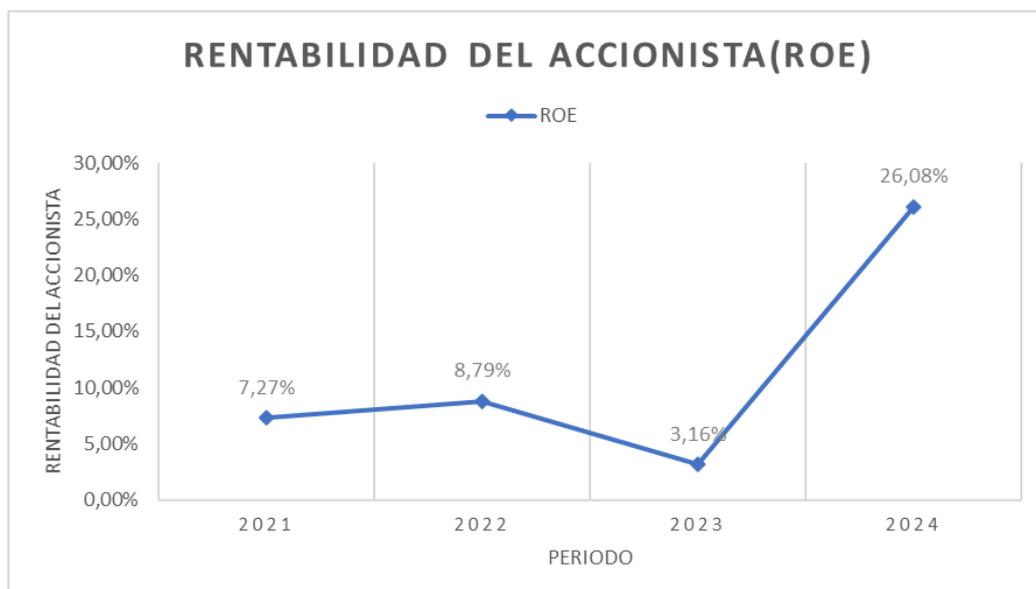
Este ratio, que mide la capacidad de la empresa para generar utilidad neta a partir de sus activos totales, se ha mantenido por debajo de los niveles considerados eficientes en industrias intensivas en rotación de activos, como la comercial. En 2021 y 2022 el ROA fue inferior al 1%, afectado por un bajo apalancamiento operativo y márgenes reducidos. Recién en 2024 se observó una mejora importante, alcanzando un ROA de 1,4%, impulsado por el aumento de la utilidad neta tras la consolidación del negocio de balanceado y una mayor eficiencia en el uso de activos.

Sin embargo, este rendimiento continúa siendo conservador frente al nivel de riesgo operativo y financiero asumido por la empresa. La estructura altamente apalancada diluye los beneficios de la rentabilidad sobre activos, y sugiere que aún existe espacio para mejorar la eficiencia del uso de recursos, particularmente mediante una mayor rotación de activos corrientes y una optimización del capital invertido.

### 3.6.6.2 Rentabilidad sobre el Patrimonio (ROE)

**Figura 4**

*Rentabilidad de Accionistas de San Camilo S.A.*



*Fuente:* Estados Financieros de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos. Elaborado por los autores.

El Retorno sobre el Patrimonio (ROE) de San Camilo S.A. ha evidenciado una alta volatilidad durante el periodo analizado, producto de una estructura de capital altamente apalancada y una base patrimonial históricamente reducida. Este indicador, que mide la capacidad de la empresa para generar valor para sus accionistas, se ha visto fuertemente influenciado por el uso intensivo de deuda financiera.

Durante los años 2021 a 2023, el ROE se mantuvo por debajo del umbral del 10% reflejando una rentabilidad limitada sobre los recursos propios, a pesar de los esfuerzos operativos y del crecimiento de las ventas. Este comportamiento estuvo condicionado por la presión de los gastos financieros derivados del apalancamiento a corto plazo y por el bajo nivel absoluto del patrimonio.

No obstante, en 2024, el ROE se elevó significativamente hasta alcanzar un valor de 26%, marcando el mejor desempeño del periodo. Este resultado responde al incremento sostenido de la utilidad neta, en combinación con una estructura patrimonial aún reducida, lo que amplifica el retorno relativo. La integración del negocio de balanceado animal jugó un papel clave en esta mejora, al fortalecer los flujos operativos y mejorar los márgenes de rentabilidad.

Este desempeño pone en evidencia el efecto multiplicador del apalancamiento financiero sobre el ROE, aunque también subraya la necesidad de una evaluación más rigurosa del riesgo financiero asociado, para garantizar que el crecimiento del negocio continúe generando valor sostenible para los accionistas.

### 3.6.7 Beneficio Operativo Neto después de Impuestos (NOPAT)

**Tabla 5**

*NOPAT de San Camilo S.A.*

Estado de Resultados	2021	2022	2023	2024
Ventas	\$ 32.392.710	\$ 39.824.871	\$ 42.560.907	\$ 61.712.572
Costo	\$ -30.544.884	\$ -37.643.056	\$ -39.119.523	\$ -56.224.685
Margen bruto	\$ 1.847.826	\$ 2.181.815	\$ 3.441.384	\$ 5.487.886
Gastos op.	\$ -1.136.232	\$ -1.227.322	\$ -2.080.252	\$ -3.047.442
Otros ingresos	\$ 348.389	\$ 614.766	\$ 302.321	\$ 114.067
Ebit	\$ 1.059.983	\$ 1.569.259	\$ 1.663.453	\$ 2.554.512
Part. Trabj	\$ -158.997	\$ -235.389	\$ -249.518	\$ -383.177
Imp. sin esc. Fiscal	\$ -225.246	\$ -333.468	\$ -353.484	\$ -542.834
<b>NOPAT</b>	<b>\$ 675.739</b>	<b>\$ 1.000.403</b>	<b>\$ 1.060.451</b>	<b>\$ 1.628.501</b>

*Fuente:* Estados Financieros de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos. Elaborado por los autores.

Al analizar el NOPAT (Utilidad Operativa Neta después de Impuestos) en el caso de San Camilo S.A. mostró un comportamiento relativamente estable entre 2021 y 2023, con un coeficiente de variación del 31%, lo que sugiere una volatilidad moderada considerando el contexto de expansión y transición operativa que vivió la compañía durante este periodo. La estabilidad del NOPAT contrasta con la mayor volatilidad del beneficio neto, afectado por los crecientes gastos financieros producto del apalancamiento a corto plazo.

En 2023, a pesar de una ligera mejora operativa, el NOPAT fue insuficiente para contrarrestar el aumento de los costos financieros, lo cual restringió el crecimiento de la utilidad neta. Sin embargo, este comportamiento no refleja un deterioro en la eficiencia operativa, sino más bien el peso del apalancamiento financiero sobre el resultado final.

En 2024, la consolidación del negocio de balanceado animal generó un impacto positivo sobre la rentabilidad operativa, lo que se tradujo en un crecimiento significativo del NOPAT, alineado al incremento del margen EBIT. Esta mejora valida la capacidad de la compañía para generar valor a partir de sus operaciones principales, sin depender exclusivamente del apalancamiento.

En conjunto, la evolución del NOPAT evidencia una base operativa sólida y creciente, aunque la empresa deberá seguir monitoreando el nivel de apalancamiento para evitar que el costo de la deuda diluya los beneficios operativos antes de impuestos.

### **3.6.8 Retorno sobre Capital Invertido (ROIC)**

En el caso de San Camilo S.A., el ROIC mostró una tendencia de crecimiento progresivo durante el periodo 2021–2024. Este comportamiento fue impulsado principalmente por dos factores:

- Mejora gradual del NOPAT reflejo de una gestión más eficiente del negocio principal, pese a la presión de los gastos financieros.
- Reducción relativa del capital invertido neto, especialmente en 2024, cuando la compañía optimizó su estructura de activos y logró una mayor eficiencia en la rotación de capital operativo.

En los tres primeros años, el ROIC se mantuvo por debajo del costo de capital estimado, lo cual sugiere una destrucción de valor económico en términos estrictos. Sin embargo, en 2024, el indicador presentó un repunte significativo, alcanzando niveles superiores al 10%, impulsado por la consolidación del negocio de balanceado animal, el aumento del margen operativo y la racionalización del capital invertido.

El análisis desarrollado en este capítulo evidencia que, si bien San Camilo S.A. ha logrado un crecimiento sostenido en ingresos y un incremento moderado en la rentabilidad operativa, persisten desafíos asociados a la elevada dependencia de

financiamiento de corto plazo y a la concentración de activos en inventarios. La consolidación del negocio de balanceado animal ha aportado diversificación y mayor capacidad de generación de flujo operativo, pero el impacto de los costos financieros limita la expansión de la rentabilidad neta.

Estos hallazgos constituyen la base para la siguiente etapa del estudio, en la que se aplicará la metodología de determinación de la estructura óptima de capital, con el fin de alinear el apalancamiento financiero a la sostenibilidad y rentabilidad proyectada de la compañía.

## CAPÍTULO IV

### 4.1 Proyección Financiera

Este capítulo constituye el núcleo del aporte de la presente investigación, orientado a la determinación de la estructura de capital óptima de San Camilo S.A., con base en el análisis financiero histórico realizado del periodo 2021-2024 y en la proyección del ejercicio económico 2025, se desarrollará un modelo que permita identificar la combinación más eficiente entre deuda y capital propio para maximizar la rentabilidad de los accionistas, garantizando al mismo tiempo la sostenibilidad financiera de la compañía.

El procedimiento metodológico contempla:

- Evaluación de costos y beneficios del apalancamiento mediante el cálculo del costo de deuda y el análisis del impacto del endeudamiento en la rentabilidad neta.
- Proyección de Estados Financieros en base a los supuestos operativos y comerciales definidos para 2025, considerando el impacto del crecimiento proyectado en ventas, estructura de costos, gastos operativos y necesidades de financiamiento de capital de trabajo.
- Evaluación de la estructura de capital proyectada mediante el cálculo de indicadores clave de rentabilidad, liquidez y apalancamiento, con el fin de analizar su sostenibilidad y coherencia con las políticas financieras y operativas de la compañía.

### 4.2 Supuestos de venta:

#### 4.2.1 *Venta Maíz*

En 2024, la compañía comercializó un volumen de 1.5M de quintales de maíz de consumo animal y 0.2M de quintales de maíz de consumo humano, a un precio promedio

de \$19,38 el quintal, permitiendo obtener una venta nominal de \$33M aproximadamente. Siendo el 54% de los ingresos de la compañía en este año.

Para el 2025 se proyecta un volumen similar al del año anterior, con un ligero incremento del 2.5% en volumen, debido a que se considera que el mercado no tendrá un crecimiento significativo, el precio unitario tampoco se prevé una variación significativa, con lo cual la administración financiera considera que se mantendrá similar el volumen y venta total al 2024.

#### **4.2.2 *Venta Granos***

En este segmento en 2024 la compañía concentró el 8% del total de ingresos, con una venta nominal de \$5M y un volumen de 300.000 quintales. Para el año 2025 se prevé un crecimiento significativo principalmente en la comercialización de trigo y pasta de soya, con un volumen de 800.000 quintales y una venta nominal de \$12.8M. Se complementará el segmento de granos con la venta de granos de destilería con una aportación de \$195k.

#### **4.2.3 *Venta Balanceado***

En 2024 se comercializó 1.044.320 sacos de balanceado animal estandarizado en 40kg, a un precio promedio de \$21,70 (precio a Ecuaquímica) teniendo una venta total año de \$22.661.891.

Para el año 2025, San Camilo Comercializadora de Granos S.A. proyecta un crecimiento del 53% en el volumen de balanceado, alcanzando un total de 1.600.000 sacos de 40kg. No obstante, se prevé una reducción del 7% en el precio unitario en comparación con el año anterior, lo que equivale a una disminución de \$1,50 por unidad, situando el precio final en \$20,20 por saco.

Como resultado, la proyección de ventas nominales para 2025 refleja un crecimiento del 43% respecto al año anterior, alcanzando un valor estimado de

\$32.320.000.

Desde la perspectiva financiera del grupo, la reducción del precio intercompany en \$1,50 por saco se implementa como una estrategia para fortalecer la competitividad en el mercado de productores de animales de granja. Esta medida, junto con el mantenimiento del posicionamiento de marcas premium Nutril y Suprema, busca aumentar la participación de mercado y consolidar el crecimiento del negocio.

#### 4.2.4 *Venta Total*

**Tabla 6**

*Proyecciones de Venta de San Camilo S.A. a 2025*

<b>VENTA SC</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>▲ %</b>
Venta maíz	32.911.004	33.000.000	0,27%
Venta de Granos	4.924.474	13.100.000	166,02%
Venta balanceado	22.661.891	32.320.000	42,62%
Servicios	388.512	400.000	2,96%
Otros	157.990	150.000	-5,06%
<b>TOTAL</b>	<b>61.043.872</b>	<b>78.970.000</b>	<b>29,37%</b>

*Fuente:* Estados Financieros de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos. Elaborado por los autores.

En 2025 para San Camilo Comercializadora de Granos S.A. se estima un crecimiento de 29,37% en comparación con el año anterior (aumento de \$18M), principalmente impulsada por el negocio de balanceado y la comercialización de granos, los demás segmentos no tendrán variaciones significativas.

### 4.3 Supuestos de Costo de Venta

#### 4.3.1 *Costos de venta Maíz*

El costo de venta del maíz de consumo animal y humano en 2024 se colocó en 17,68 el quintal. Para el 2025 se considera que el costo de venta no tendrá variación significativa, por lo tanto, se mantendrá estable respecto al año anterior.

#### **4.3.2 Costo de venta granos**

Para el 2025 de acuerdo con el plan de compras, se estima que los costos unitarios de las materias primas de pasta de soya, trigo y granos de destilería se reduzcan con la estrategia de precios futuros negociados con Luzar Trading y Cargill.

Trigo tendrá una reducción del 3,63%, colocando su precio por tonelada en \$280.00 para 2025.

Pasta de soya tendrá una reducción del 4,36% estableciendo su precio en \$460 por tonelada para 2025.

Granos de destilería tendrá una reducción del 16,48%, estableciendo su precio en \$300 por tonelada para 2025.

#### **4.3.3 Costo de venta Balanceado**

En 2024, el costo de venta unitario por saco de 40kg fue de \$20,55 con el volumen de 1.044.320, colocó el costo de venta total en \$21.461.943.

Para el 2025, San Camilo Comercializadora de Granos S.A., a través de una estrategia de mejora de costos de producción logrará reducir su costo unitario en \$1,50 por unidad de saco de balanceado para trasladar esta mejora en el precio intercompany a Ecuaquímica y poder consolidar el plan comercial.

Premisas de margen bruto

Margen bruto Maíz

De acuerdo con las premisas de venta y costo, se proyecta un margen bruto porcentual similar al 2024 por 9,52%, y con un valor nominal de \$3.2M.

#### **4.3.4 Margen bruto Granos**

De acuerdo con las premisas de venta y costo, el margen bruto del segmento de granos se detalla a continuación:

**Tabla 7**

*Proyección de margen bruto del segmento de granos de San Camilo S.A. para el 2025*

<b>2025</b>	<b>Volumen Ton</b>	<b>Precio Unit</b>	<b>Venta</b>	<b>Costo unit</b>	<b>Costo</b>	<b>Margen</b>	<b>Margen unit</b>	<b>Margen %</b>
Pasta de soya	6.000	480	2.880.000	-460	-2.760.000	120.000	20	4,17%
Trigo	30.000	330	9.900.000	-292	-8.760.000	1.140.000	38	11,52%
DDGS	600	325	195.000	-300	-180.000	15.000	25	7,69%
<b>TOTAL</b>	<b>36.600</b>		<b>12.975.000</b>		<b>-11.700.000</b>	<b>1.275.000</b>		<b>9,83%</b>

*Fuente:* Estados Financieros de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos. Elaborado por los autores.

#### **4.3.5 Margen bruto Balanceado**

En el año 2024, San Camilo Comercializadora de Granos S.A. registró un margen bruto del 5% en su negocio de balanceado. Para el 2025, se proyecta que este margen se mantenga en el mismo nivel, dado que la reducción en los costos de producción se traducirá en una disminución proporcional del precio de venta intercompany. Como resultado, el margen bruto unitario por saco de balanceado no experimentará variaciones.

#### **4.3.6 Supuestos de Gastos Administrativos y Generales**

Para el ejercicio 2025 la compañía no experimentará variaciones significativas en gastos administrativos y generales.

#### **4.3.7 Supuestos de Gastos de Venta**

Para los gastos de venta 2025 se proyecta tener una baja de cartera de \$2 millones, lo que representa el doble de lo registrado en 2024.

#### **4.3.8 Supuestos de Utilidad antes de intereses e impuestos**

Para el 2025, se proyecta un incremento significativo en la utilidad antes de impuestos e intereses, ascendiendo a \$6.1 millones, lo que representa un crecimiento del 240% en términos nominales. En términos porcentuales, este aumento también será notable, pasando de un promedio del 4% durante los periodos 2021-2024 a un 11% en

2025.

#### ***4.3.9 Supuestos de Gastos Financieros***

Para el ejercicio 2025, se proyecta una disminución significativa de \$1 millón en los gastos financieros, debido principalmente a la reducción de las tasas de interés en el sistema financiero nacional. Este efecto se verá reforzado por la disminución en el nivel de deuda que la compañía requerirá para ejecutar su operación y plan de inversiones.

#### ***4.3.10 Supuestos de Utilidad antes de impuestos***

El desempeño financiero proyectado para 2025, en términos de utilidad antes de impuestos, muestra un incremento significativo del 9.4%, superando ampliamente el promedio de 0.6% registrado por la compañía entre 2021 y 2024. Este notable avance se explica principalmente por un aumento sustancial en el margen bruto, un ligero incremento en los gastos operativos, y una marcada reducción en los gastos financieros, factores que, en conjunto, han permitido a la compañía mejorar considerablemente su rentabilidad.

#### ***4.3.11 Supuestos de Utilidad Neta***

Se estima que para el cierre del ejercicio fiscal 2025 la compañía cierre con una utilidad neta del 6% sobre ventas, resultado muy superior al promedio registrado en el periodo 2021-2024.

### **4.4 Estado de Resultados**

De acuerdo con las premisas para el año 2025, el Estado de Resultados quedaría de la siguiente manera:

**Tabla 8***Proyección de Estado de Resultados de San Camilo S.A. para 2025*

Sancamilo S.A.

Estado de Resultado

Periodo 2025

	2025
Ventas	\$ 79.850.401
Costo de venta	\$ -65.878.533
Margen Bruto	\$ 13.971.868
Margen Bruto (%)	17,50%
Gastos Operacionales	\$ -5.271.433
EBIT	\$ 8.700.435
Ebit (%)	10,90%
Gastos Financieros	\$ -1.139.317
EBT	\$ 7.561.119
EBT (%)	9,47%
Part. Trab. (15%)	\$ -1.134.168
Impuesto Renta (25%)	\$ -1.606.738
Utilidad Neta	\$ 4.820.213
Utilidad Neta (%)	6,04%

*Fuente:* Estados Financieros de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos. Elaborado por los autores.

## **4.5 Flujo de Efectivo**

De acuerdo con las proyecciones de ventas para el año 2025, el flujo de caja contiene las siguientes premisas.

### **4.5.1 *Supuestos de Flujo Operativo***

Se proyecta un flujo operativo de cobranza a clientes de \$79 millones para el ejercicio económico 2025, lo que representa aproximadamente el 99% de las ventas estimadas del periodo. Esta alta tasa de recuperación de cartera se sustenta en las condiciones de crédito actuales, el principal cliente Ecuaquímica S.A., mantiene un plazo de pago corto de apenas 8 días, mientras que las ventas de granos se realizarán bajo modalidad de pago al contado, y a su vez el servicio de maquila se eliminará por no tener capacidad de producción en la planta.

En línea con lo anterior, se proyecta un flujo operativo de egresos por alrededor de \$69 millones, impulsado principalmente por el requerimiento de importaciones de materias primas estratégicas como maíz, pasta de soya y trigo. Estos pagos representan el 88% del total de los egresos operativos estimados, evidenciando el peso significativo del abastecimiento externo en la estructura de costos de la compañía.

Como resultado, la compañía generaría un flujo operativo acumulado positivo de \$10.1 millones, equivalente al 12.6% de las ventas proyectadas para 2025. Este desempeño representa, además, el 116% sobre nivel EBIT del mismo periodo, lo que evidencia una alta capacidad de la empresa para convertir tanto sus ventas como su rentabilidad operativa en generación de caja.

### **4.5.2 *Premisas de Flujo de Financiamiento***

En cuanto al flujo de actividades de financiamiento, se proyecta una captación de \$19.5 millones provenientes del sistema financiero nacional, en su mayoría con un

enfoque de corto plazo y con una tasa promedio estimada del 7.5% y 8%. Se prevé que el mayor requerimiento de financiamiento ocurra a partir del segundo semestre del año, impulsado por el incremento en la actividad comercial relacionada con el maíz y el balanceado para consumo animal.

Adicionalmente en el flujo de actividades de financiamiento se contempla el pago de obligaciones financieras, que para este año 2025 se proyecta cancelar \$26 millones de capital de las deudas bancarias vigentes. Este desembolso permite una reducción neta del endeudamiento en \$6.5 millones, lo cual refleja una mejor estructura de capital para la empresa y una mejor solidez financiera.

#### ***4.5.3 Supuestos de Flujo de Inversión***

Para el flujo de inversión del año 2025 la compañía proyecta realizar la adquisición, montaje y puesta en marcha de la planta de alimento para mascotas (perros y gatos), ascendiendo a \$3 millones la inversión neta del proyecto que entrará en funcionamiento en el año 2026. Además, se estima \$0.8 millones de inversión de CAPEX de continuidad de la planta de balanceado de consumo animal. Se proyecta financiar estos flujos con utilidades retenidas en su mayoría.

Con estos resultados San Camilo Comercializadora de Granos estima terminar el ejercicio económico con un saldo de caja de \$0.7 millones, ligeramente inferior al saldo de inicio de año (\$0.9 millones).

En lineamiento a las premisas explicadas el flujo de tesorería de la empresa quedarías de la siguiente manera:

PRESUPUESTO 2025  
EXPRESADO EN US\$

FLUJO DE EFECTIVO SANCAMILO	ene-25	feb-25	mar-25	abr-25	may-25	jun-25	jul-25	ago-25	sept-25	oct-25	nov-25	dic-25
ACTIVIDADES DE OPERACIÓN												
<b>SALDO INICIAL DE EFECTIVO</b>	923.501	3.821.799	1.834.971	219.223	4.248.879	5.305.699	5.452.905	552.377	394.295	1.682.557	1.890.892	3.795.902
<b>TOTAL INGRESOS OPERATIVOS</b>	5.349.239	7.989.038	7.622.277	8.717.954	6.772.437	6.653.059	6.315.150	6.208.157	6.062.135	3.803.392	6.577.825	6.963.560
PAGOS A PROVEEDORES (Inc. Impuestos)	-312.888	-338.356	-369.156	-341.313	-421.371	-515.164	-351.597	-592.721	-209.213	-325.132	-313.269	-1.018.291
PAGOS POR COMPRA DE (Inc. Importación)	-2.000.000	-4.142.966	-4.850.027	-4.141.740	-4.662.866	-11.474.531	-10.629.953	-5.467.072	-3.825.150	-2.820.106	-3.399.332	-4.002.539
PAGO DE ROYALTY	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
CARTERA INTERMEDIACION EQ Y FARMAGRO	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
SUELDOS, BENEFICIOS, IESS	-138.053	-138.293	-149.740	-155.246	-281.380	-178.889	-174.128	-181.446	-146.362	-149.819	-160.213	225.249
INTERESES PAGADOS	0	-106.250	-260.900	0	0	-88.500	0	0	-88.500	0	0	-632.250
<b>TOTAL EGRESOS OPERATIVOS</b>	-2.450.941	-4.725.865	-5.629.823	-4.638.299	-5.365.617	-12.257.083	-11.155.678	-6.241.239	-4.269.224	-3.295.057	-3.872.815	-5.427.831
<b>TOTAL FLUJO DE OPERACIÓN</b>	2.898.298	3.263.172	1.992.455	4.079.656	1.406.820	-5.604.024	-4.840.528	-33.082	1.792.911	508.335	2.705.010	1.535.728
<b>ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO</b>												
OBLIGACIONES BANCARIAS	0	0	5.000.000	0	0	6.500.000	0	0	0	0	0	8.000.000
PRESTAMOS DE RELACIONADAS												
<b>(+) FINANCIAMIENTO</b>	0	0	5.000.000	0	0	6.500.000	0	0	0	0	0	8.000.000
PAGO DE OBLIGACIONES BANCARIAS	0	-5.000.000	-8.358.202	0	0	-368.769	0	0	-379.648	0	0	-11.890.848
PAGO DE PRESTAMOS A RELACIONADAS												
<b>(-) FINANCIAMIENTO</b>	0	-5.000.000	-8.358.202	0	0	-368.769	0	0	-379.648	0	0	-11.890.848
<b>TOTAL FLUJO DE FINANCIAMIENTO</b>	0	-5.000.000	-3.358.202	0	0	6.131.231	0	0	-379.648	0	0	-3.890.848
<b>ACTIVIDADES DE INVERSIÓN</b>												
CAPEX	0	-250.000	-250.000	-50.000	-350.000	-380.000	-60.000	-125.000	-125.000	-300.000	-800.000	-675.000
PRESTAMOS A PARTES RELACIONADAS												
<b>(+) INVERSIÓN</b>	0	-250.000	-250.000	-50.000	-350.000	-380.000	-60.000	-125.000	-125.000	-300.000	-800.000	-675.000
COBROS A PARTES RELACIONADAS												
INVERSIONES TEMPORALES												
<b>(+) INVERSIÓN</b>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>TOTAL FLUJO DE INVERSIÓN</b>	0	-250.000	-250.000	-50.000	-350.000	-380.000	-60.000	-125.000	-125.000	-300.000	-800.000	-675.000
<b>TOTAL FLUJO</b>	2.898.298	-1.986.828	-1.615.748	4.029.656	1.056.820	147.206	-4.900.528	-158.082	1.288.262	208.335	1.905.010	-3.030.119
<b>SALDO FINAL DE EFECTIVO</b>	3.821.799	1.834.971	219.223	4.248.879	5.305.699	5.452.905	552.377	394.295	1.682.557	1.890.892	3.795.902	765.783

## **4.6 Balance General**

Finalmente, se presentan los resultados proyectados para el ejercicio 2025 en el Estado de Situación Financiera, con el objetivo de analizar la evolución de los principales rubros patrimoniales y su coherencia con la estrategia financiera de la compañía.

### **4.6.1 *Supuestos de Activos***

Se proyecta que los activos totales experimenten un crecimiento del 35% en 2025 respecto al año 2024, impulsados principalmente por el aumento de los inventarios de materias primas y productos terminados, así como por la incorporación de activos fijos, destacándose la inversión de \$3 millones en la nueva planta de alimento para mascotas.

### **4.6.2 *Supuestos de Pasivos***

Por su parte los pasivos totales mostrarían un incremento del 16% en comparación con el ejercicio anterior, explicado principalmente por el aumento en la cuenta proveedores, como resultado del crédito comercial otorgado por Ecuaquímica S.A. dentro del esquema de intermediación de maíz para consumo animal.

### **4.6.3 *Supuestos de Patrimonio***

El patrimonio total de la compañía se proyecta con un crecimiento del 361% en 2025 en comparación con el ejercicio anterior, impulsado principalmente por el incremento en las utilidades retenidas derivadas del resultado positivo esperado de la actividad comercial durante dicho periodo.

**Tabla 9***Proyección de Balance General de San Camilo S.A. para 2025***Balance General  
San Camilo S.A. Comercializadora de Granos  
Periodo 2025**

ACTIVO	2025
<i>Activos Corrientes</i>	
Efectivo	\$ 765.783
Clientes y otras ctas por cobrar	\$ 15.082.569
Inventario	\$ 12.476.034
Impuestos	\$ -231.875
Pagos anticipados	\$ 138.106
<i>Total Activo Corriente</i>	<i>\$ 28.230.617</i>
 <i>Activos No Corrientes</i>	
Mobiliario y equipo	\$ 4.402.125
Impuesto diferido	\$ 9.378
<i>Total Activo No Corriente</i>	<i>\$ 4.411.503</i>
 <b>Total Activo</b>	 <b>\$ 32.642.120</b>
 PASIVO	
<i>Pasivos Corrientes</i>	
Proveedores	\$ 14.133.032
Obligaciones inst. financieras	\$ 8.448.314
Beneficios empleados	\$ 1.351.293
Pasivo por impuesto cte	\$ 759.354
<i>Total Pasivo Corriente</i>	<i>\$ 24.691.993</i>
 <i>Pasivo No Corriente</i>	
Obligaciones inst. financieras	\$ 1.735.695
Ingresos diferidos	
Beneficios empleados	\$ 64.601
<i>Total Pasivo No Corriente</i>	<i>\$ 1.800.296</i>

Total Pasivo	\$ 26.492.288
<b>PATRIMONIO</b>	
Capital	\$ 600.000
Reserva	\$ 80.080
Resultados acum	\$ 5.466.173
Otro resultado integral	\$ 3.578
Total Patrimonio	\$ 6.149.831
<b>Total Pasivo + Patrimonio</b>	<b>\$ 32.642.119</b>
<i>Activo Neto</i>	<i>\$ 16.398.441</i>

*Fuente:* Estados Financieros de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos. Elaborado por los autores.

#### **4.7 Análisis de razones financieras de la compañía San Camilo S.A. periodo 2025**

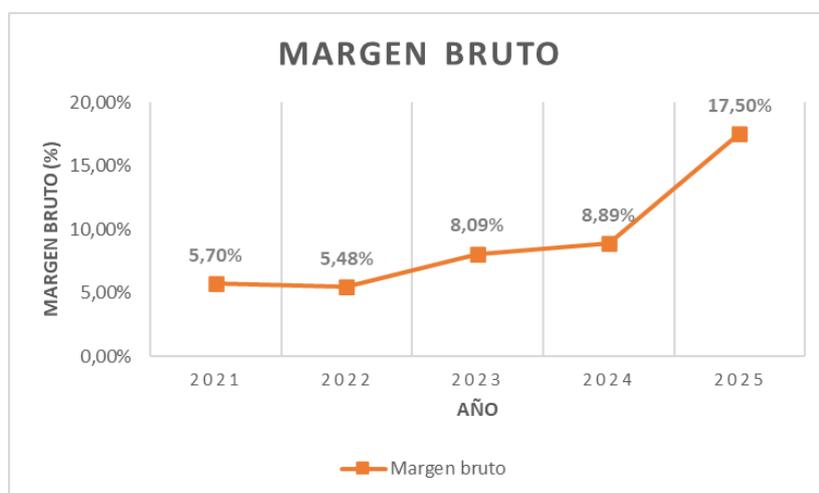
##### **4.7.1 Indicadores de Rentabilidad**

##### **4.7.1.1 Margen Bruto sobre Ventas**

San Camilo S.A. proyecta un incremento del 29,4% en sus ingresos para el año 2025 en comparación con el año anterior, impulsado principalmente por el crecimiento de las líneas de negocio de balanceado y trigo. Además, se anticipa una reducción del 9.4% en el costo de venta, atribuible a la importación de materias primas a precios más competitivos, lo que permite optimizar los costos tanto en la comercialización de granos como del balanceado para consumo animal. Este comportamiento proyectado se traduce en un incremento del margen bruto del 155% respecto a 2024.

## Figura 5

*Evolución del Margen Bruto de San Camilo S.A.*



*Fuente:* Estados Financieros de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos. Elaborado por los autores.

### **4.7.1.2 Margen Bruto sobre Gastos Operativos**

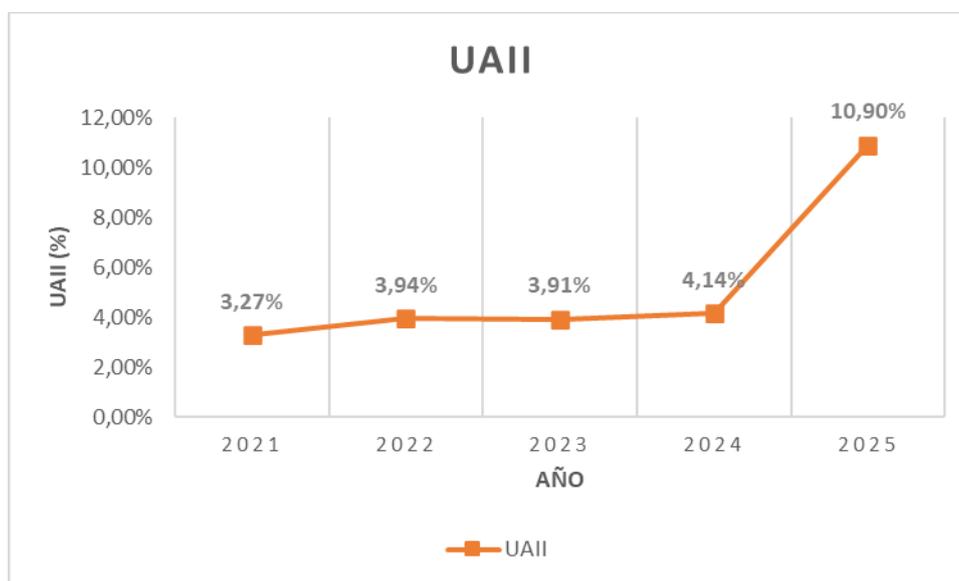
Para el año 2025 la compañía proyecta una ratio margen bruto sobre gastos operativos de 2.65 veces, lo cual representa una mejora significativa en este indicador debido a que en el periodo comprendido del 2021 al 2024 el promedio de este indicador fue de alrededor de 1.71 veces, lo que quiere decir que este año la compañía cubre sus gastos operativos de una forma financiera más sostenible.

### **4.7.1.3 Utilidad antes de intereses e impuestos sobre ventas**

Este indicador es importante porque mide la capacidad de la compañía para generar utilidad operativa indistintamente a su estructura de capital, en el año 2025 proyecta tener un indicador del 11%, incremento significativo sobre los resultados del periodo 2021-2024 cuyo promedio fue del 3.82%.

**Figura 6**

*Evolución de la Utilidad antes de Impuestos sobre Ventas de San Camilo S.A.*



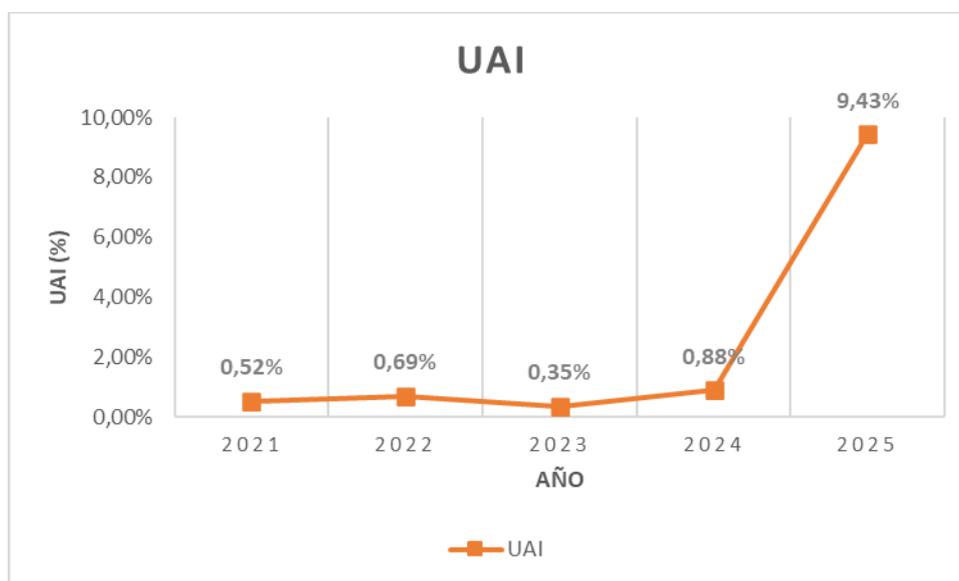
*Fuente:* Estados Financieros de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos. Elaborado por los autores.

#### **4.7.1.4 Utilidad antes de impuestos**

Este indicador mide la rentabilidad de la compañía después de cubrir los gastos operativos y financieros, pero antes de impuestos, permitiendo evaluar la eficiencia operativa en conjunto con las decisiones de apalancamiento. Para 2025, se espera que la UAI alcance un margen proyectado de 9,4%, superando el promedio de 0,6% del periodo 2021 – 2024, explicado principalmente por la reducción de los gastos financieros y el fortalecimiento del margen operativo. Este resultado pone en evidencia la importancia de una estructura de capital eficiente para maximizar la rentabilidad de la compañía.

## Figura 7

*Evolución de la Utilidad antes de Impuestos de San Camilo S.A.*



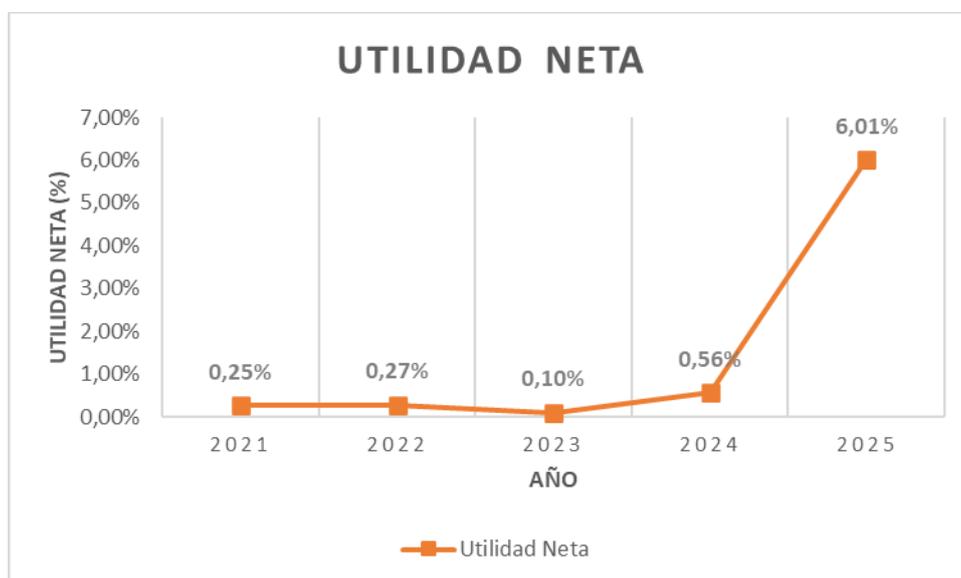
*Fuente:* Estados Financieros de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos. Elaborado por los autores.

### **4.7.1.5 Utilidad Neta**

Finalmente, al analizar la utilidad neta proyectada para el ejercicio 2025 se espera un resultado de 6.0% sobre el nivel de ventas, lo cual evidencia una mejora sustancial respecto al promedio del periodo 2021 – 2024 del 0.3%. Este resultado es el reflejo de una combinación de factores positivos, como el incremento en el margen bruto, la contención de los gastos operativos, la significativa reducción del gasto financiero, y una estructura de capital más eficiente. La utilidad neta representa la rentabilidad final disponible para los accionistas, por lo que su crecimiento sostenido confirma la capacidad de la compañía no solo para generar valor operativo, sino también para capturarlo después de considerar sus compromisos financieros y fiscales.

## Figura 8

*Evolución de la Utilidad Neta de San Camilo S.A*



*Fuente:* Estados Financieros de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos. Elaborado por los autores.

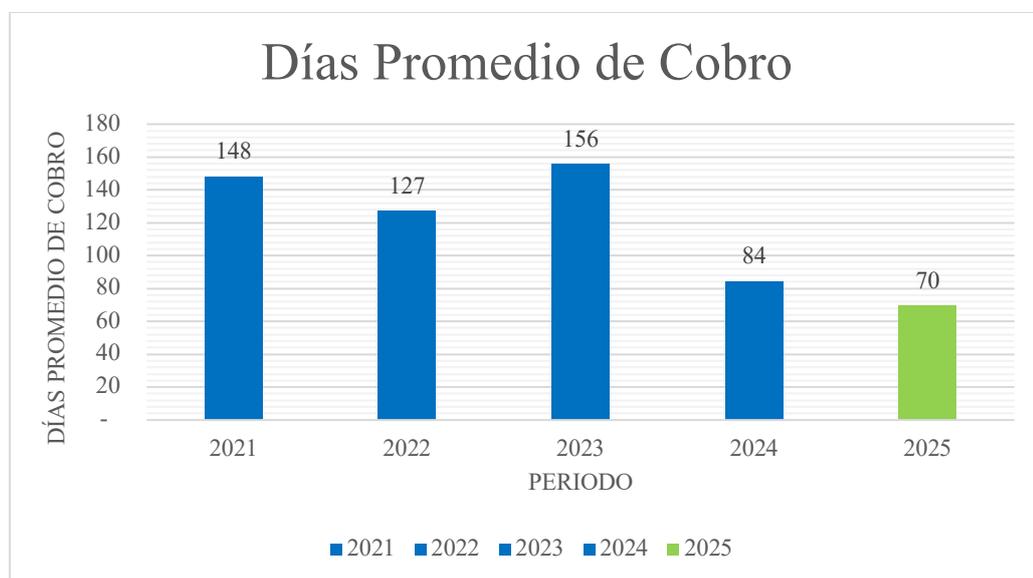
### 4.7.2 Indicadores de Gestión

#### 4.7.2.1 Periodo Promedio de Cobro (en días)

En 2025 se proyecta una reducción en los días promedio de cobro de las ventas a crédito, alcanzando un nivel de 70 días. Este resultado refleja una mejora en la gestión comercial de San Camilo S.A., lo que contribuirá a fortalecer su salud financiera, facilitar el desapalancamiento del sistema financiero local y potenciar sus resultados económicos.

## Figura 9

*Evolución de Días Promedio de Cobro de San Camilo S.A*



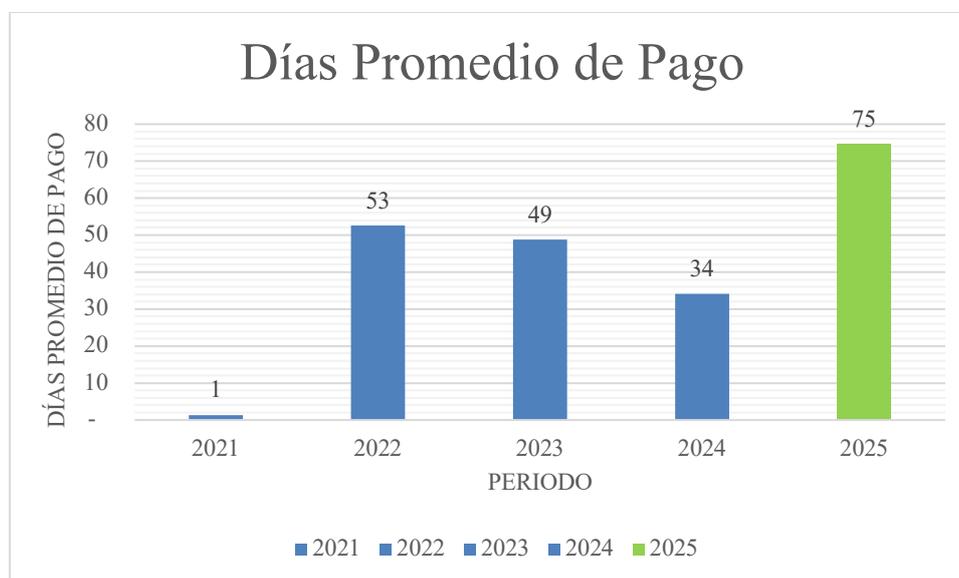
*Fuente:* Estados Financieros de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos. Elaborado por los autores.

### **4.7.2.2 Período Promedio de Pago (en días)**

En 2025 se prevé ampliar los días promedio de pago por compras a crédito hasta un nivel de 75 días. Con esta iniciativa se busca alinear los plazos de pago con los de cobro, optimizando así el uso de recursos y reduciendo la necesidad de financiamiento externo para cubrir el capital de trabajo. Este mayor apalancamiento operativo con proveedores es posible gracias a los convenios comerciales suscritos con los principales socios estratégicos, tanto locales como internacionales.

**Figura 10**

*Evolución de Días Promedio de Pago de San Camilo S.A*



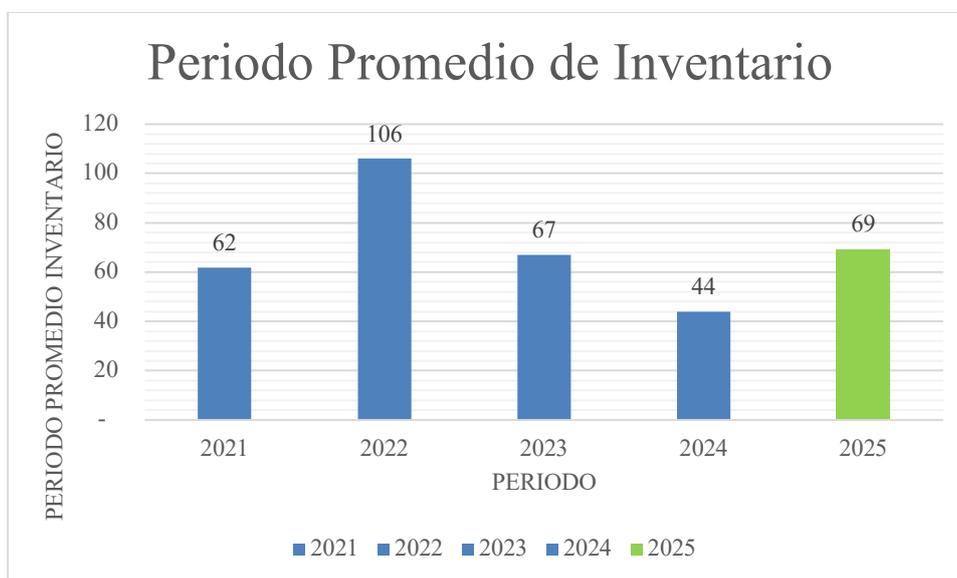
*Fuente:* Estados Financieros de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos. Elaborado por los autores.

#### ***4.7.2.3 Periodo promedio de inventario (en días)***

Para el año 2025 se proyecta un periodo promedio de inventario de 69 días, explicado principalmente por la estrategia de abastecimiento de materias primas macro utilizadas en la producción de balanceado. Aproximadamente el 50 % de este inventario corresponde a maíz de consumo animal, principal insumo en la elaboración del balanceado. Durante el primer cuatrimestre del año, cuando no es temporada de cosecha, se genera escasez de este producto; por ello, se procura contar con inventario suficiente para cubrir ese periodo, garantizar la estabilidad del costo del saco de balanceado ofrecido a los clientes y evitar la necesidad de adquirir maíz en el mercado a precios más altos debido a la estacionalidad.

**Figura 11**

*Periodo Promedio de Inventario de San Camilo S.A.*



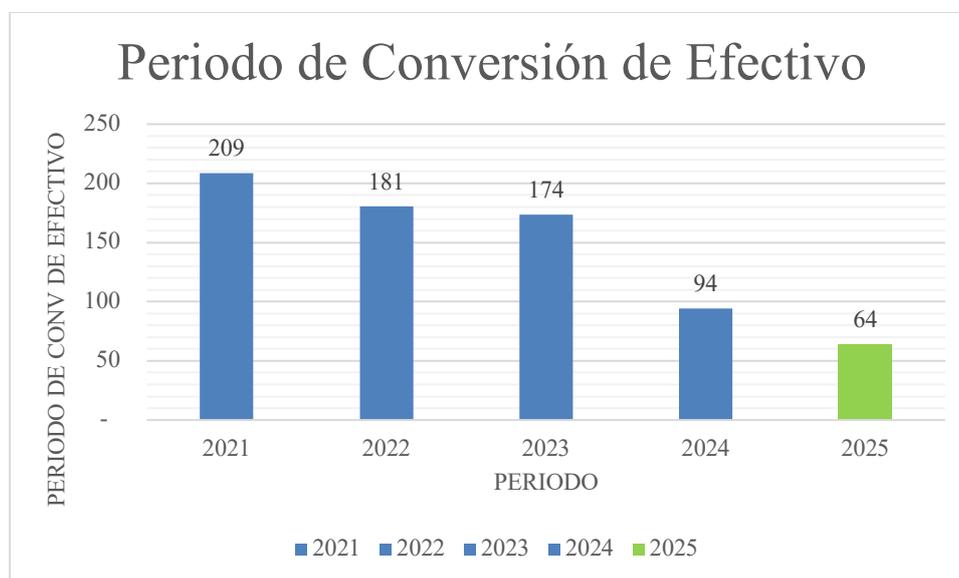
*Fuente:* Estados Financieros de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos. Elaborado por los autores.

#### ***4.7.2.4 Periodo promedio de conversión de efectivo***

De acuerdo con las proyecciones de los periodos promedio de cobro, pago e inventario para 2025, el ciclo de conversión de efectivo se estima en 64 días. Este resultado es favorable para la planificación del flujo de caja operativo, ya que permite una rotación aproximada del capital de trabajo cada dos meses. Lo anterior contribuye a una mayor eficiencia en la estructura de capital y en la rotación de los activos de la compañía, lo que se reflejará en mejores resultados económicos durante el periodo.

**Figura 12**

*Periodo de Conversión de Efectivo de San Camilo S.A.*



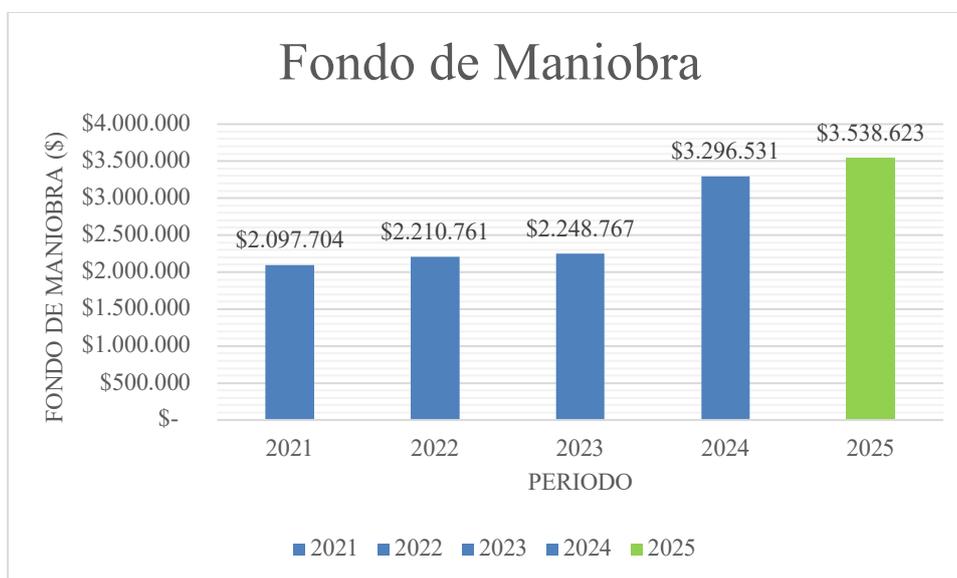
*Fuente:* Estados Financieros de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos. Elaborado por los autores.

#### **4.7.2.5 Fondo de Maniobra (Capital de Trabajo)**

Como resultado de la gestión proyectada para el periodo 2025, el capital de trabajo de la compañía se incrementa de 3,3 millones de dólares en 2024 a 3,5 millones de dólares en 2025. Este crecimiento está alineado con la estrategia de fortalecer el ciclo operativo, mediante un manejo más eficiente de los inventarios y la extensión de los plazos de pago, lo que permite respaldar el incremento de las operaciones sin comprometer la liquidez. El aumento en el capital de trabajo refleja la necesidad de contar con mayores recursos destinados a financiar el ciclo de conversión de efectivo y sustentar el crecimiento proyectado en los ingresos.

**Figura 13**

*Fondo de Maniobra de San Camilo S.A.*



*Fuente:* Estados Financieros de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos. Elaborado por los autores.

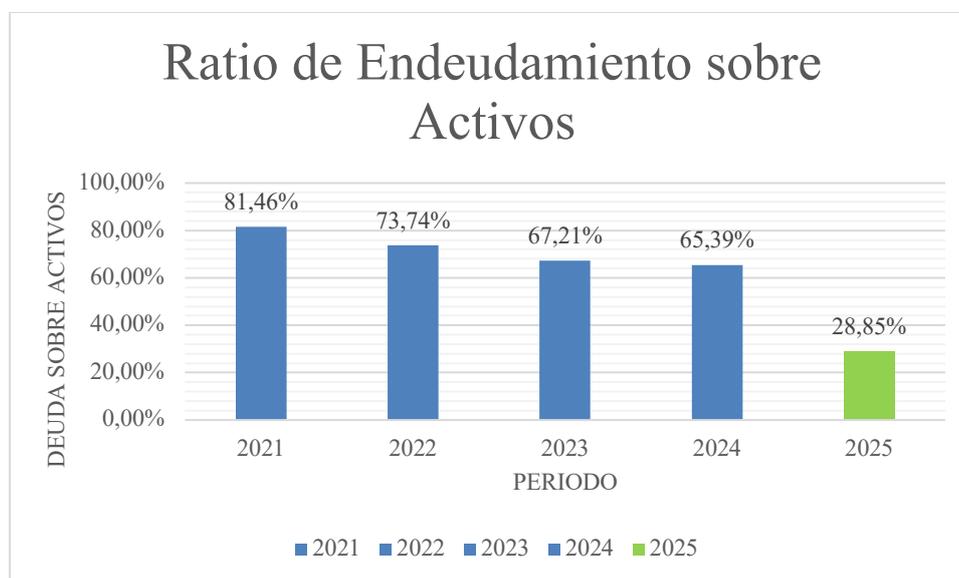
### **4.7.3 Indicadores de Endeudamiento**

#### **4.7.3.1 Endeudamiento ajustado / Activo Total**

Para el año 2025 se proyecta una reducción significativa del ratio de endeudamiento, que pasará del 65 % registrado en 2024 al 29 %. Este resultado responde a la estrategia de optimización de la estructura de capital de la compañía, orientada a fortalecer su solidez financiera, disminuir el riesgo asociado al apalancamiento y avanzar hacia un nivel de endeudamiento más coherente con los objetivos de sostenibilidad y eficiencia en el uso de los recursos.

**Figura 14**

*Ratio de Endeudamiento sobre Activos de San Camilo S.A.*



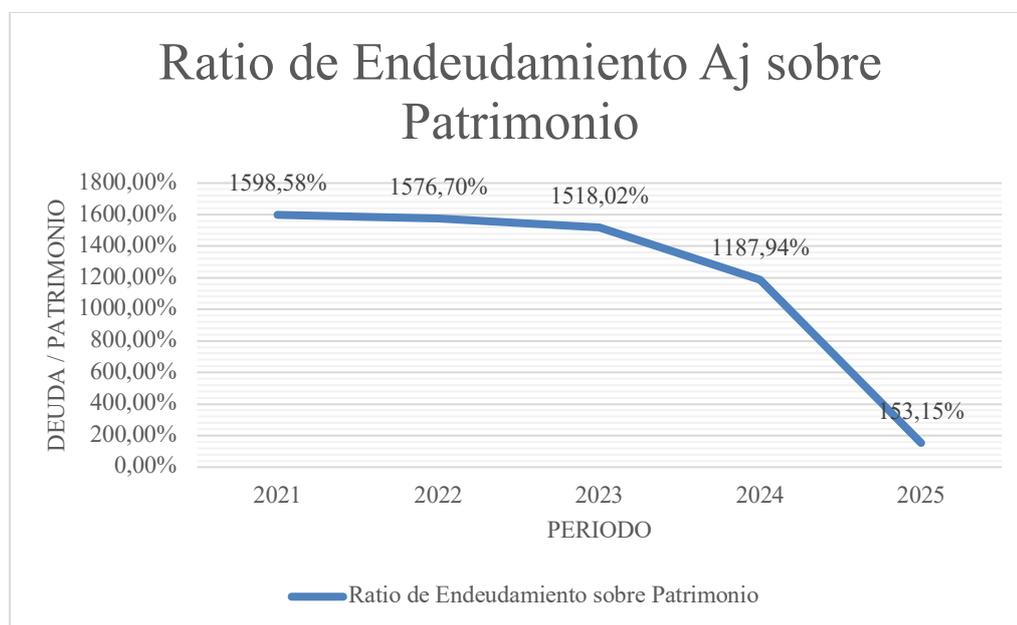
*Fuente:* Estados Financieros de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos. Elaborado por los autores.

#### **4.7.3.2 Endeudamiento ajustado / Patrimonio**

En 2025 se proyecta una reducción significativa de la ratio de endeudamiento sobre patrimonio de San Camilo S.A., que disminuirá del 1.187 % registrado en 2024 a 153 %. Esta mejora es el resultado de una estrategia financiera orientada al desapalancamiento, acompañada por el fortalecimiento patrimonial mediante la reinversión de utilidades. Con ello, la compañía reduce su dependencia del financiamiento externo y avanza hacia una estructura de capital más equilibrada, lo que le permitirá sostener su crecimiento proyectado, mejorar sus indicadores de solvencia y reducir el riesgo financiero asociado al alto nivel de apalancamiento que presentaba en ejercicios anteriores.

**Figura 15**

*Ratio de Endeudamiento Ajustado sobre Patrimonio de San Camilo S.A.*



*Fuente:* Estados Financieros de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos. Elaborado por los autores.

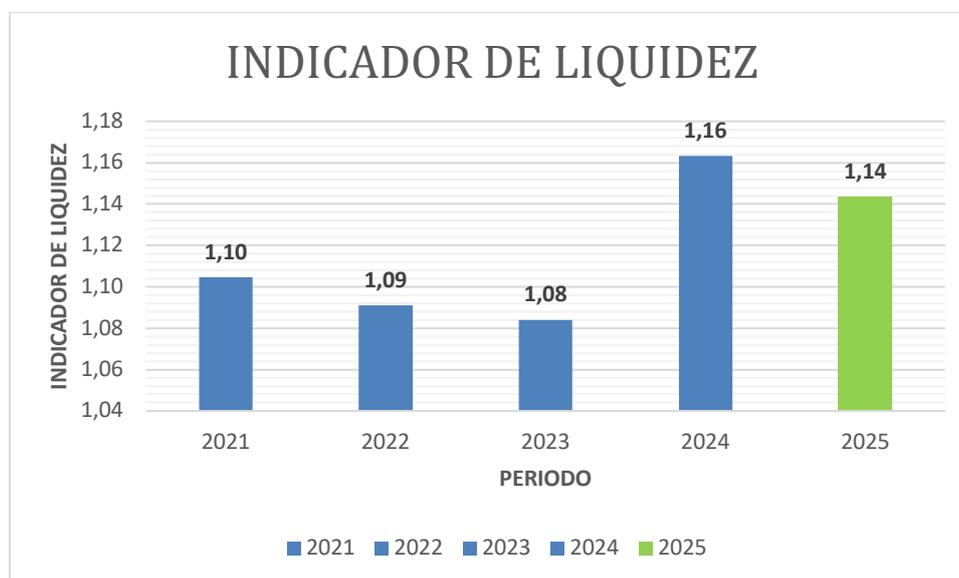
#### **4.7.4 Indicadores de Liquidez**

##### **4.7.4.1 Liquidez**

Para el periodo 2025 se proyecta un indicador de liquidez por encima del umbral mínimo de referencia (1,0), lo cual indica que la compañía conserva su capacidad de responder a sus obligaciones corrientes sin requerir financiamiento adicional de inmediato.

**Figura 16**

*Indicador de Liquidez de San Camilo S.A.*



*Fuente:* Estados Financieros de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos. Elaborado por los autores.

#### **4.7.4.2 Prueba Ácida**

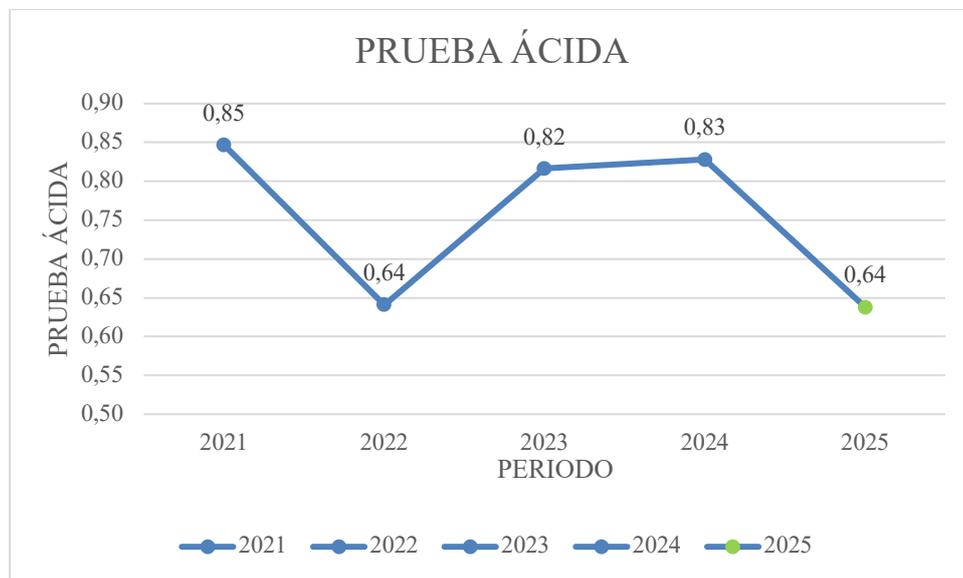
Durante el ejercicio 2025, el indicador de liquidez de prueba ácida muestra una disminución relevante al ubicarse en 0,64, en contraste con el 0,83 registrado en 2024. A primera vista, este resultado podría interpretarse como una reducción en la capacidad de la empresa para cubrir sus obligaciones de corto plazo con activos altamente líquidos. Sin embargo, esta variación responde a factores operativos inherentes al modelo de negocio.

La compañía opera en un sector estrechamente vinculado a la estacionalidad agrícola, particularmente por su dependencia del maíz como principal materia prima para la producción de balanceado. Esta dinámica obliga a que, hacia el cierre del año, la empresa acumule inventarios de maíz con el fin de garantizar la continuidad de sus operaciones durante el primer cuatrimestre del año siguiente.

Esta estrategia, si bien incrementa significativamente los inventarios y reduce temporalmente los activos líquidos, es coherente con una política de abastecimiento anticipado frente a riesgos de escasez o incrementos de precios. Por tanto, la reducción en el indicador de prueba ácida no refleja un deterioro estructural de la liquidez, sino una decisión táctica alineada a la planificación operativa de la compañía.

**Figura 17**

*Evolución de Prueba Ácida de San Camilo S.A.*



*Fuente:* Estados Financieros de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos. Elaborado por los autores.

#### **4.7.5 Indicadores de Estructura de Capital**

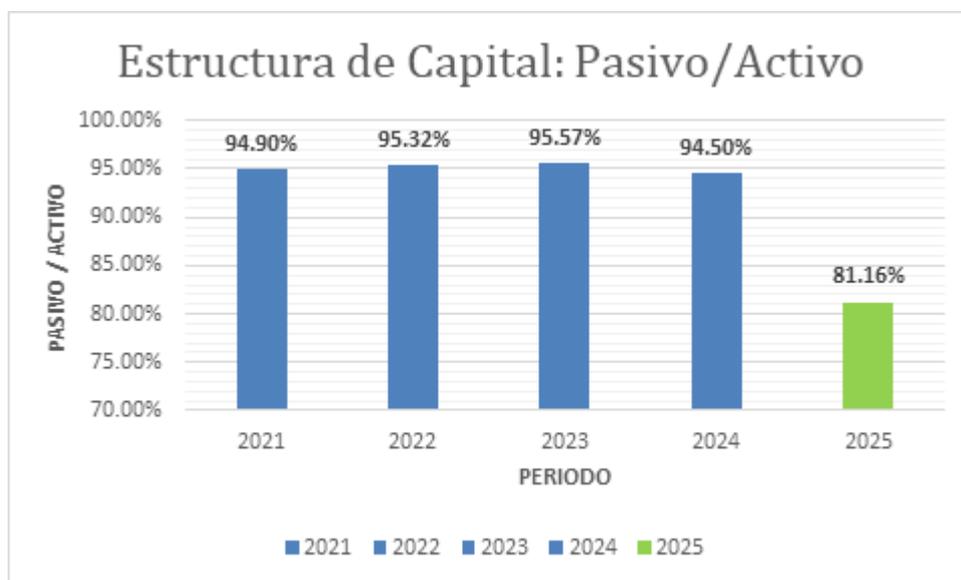
##### **4.7.5.1 Pasivo Total / Activo Total**

Para el ejercicio 2025, se proyecta una mejora significativa en el indicador de endeudamiento (Pasivo Total / Activo Total), con un valor estimado de 81,16%, frente a un promedio histórico de 95% registrado entre los periodos anteriores. Esta reducción refleja un alivio en la presión financiera de la compañía, ya que implica una menor dependencia de recursos ajenos para financiar sus operaciones.

Este comportamiento permite inferir una estructura financiera más equilibrada, lo que fortalece la capacidad de la empresa para cumplir con sus obligaciones sin comprometer su liquidez ni restringir su margen de maniobra operativa. En consecuencia, se proyecta una reducción del riesgo financiero y una mayor sostenibilidad en el flujo de caja operativo.

### Figura 18

*Estructura de Capital: Pasivo/Capital de San Camilo S.A.*



*Fuente:* Estados Financieros de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos. Elaborado por los autores.

#### **4.7.5.2 Indicador de Solvencia: Patrimonio / Activo Total**

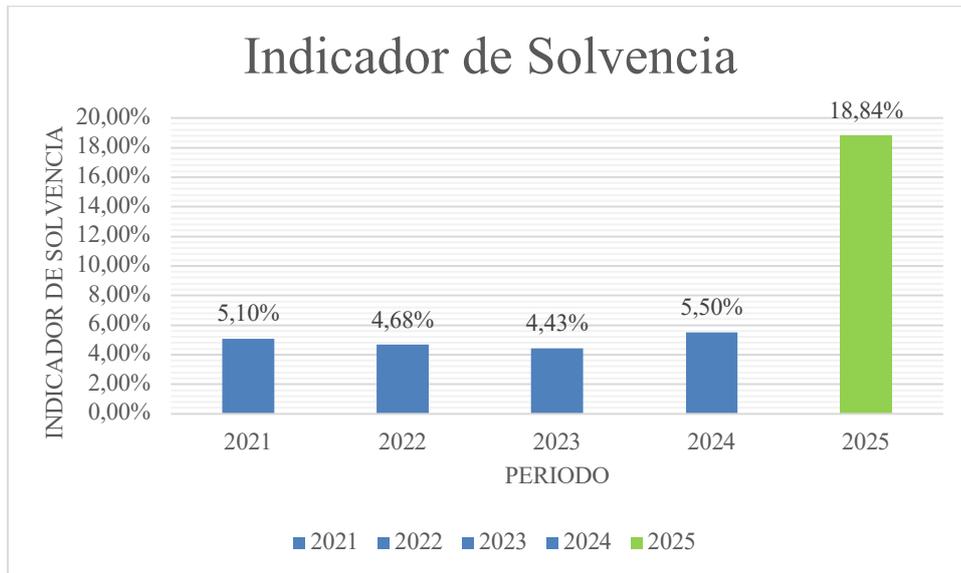
El indicador de solvencia para el año 2025 se proyecta un valor del 18,84%, lo que representa una mejora sustancial en la estructura financiera de la empresa. Este resultado implica que una proporción significativamente mayor de los activos será financiada con capital propio, en comparación con los años anteriores.

Este nivel de capitalización proyectado indica una reducción del apalancamiento y una mayor solidez patrimonial. En consecuencia, la empresa enfrenta un menor riesgo

financiero, mayor estabilidad ante fluctuaciones operativas y mejores condiciones para a crédito externo.

### Figura 19

*Indicador de Solvencia de San Camilo S.A.*



*Fuente:* Estados Financieros de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos. Elaborado por los autores.

#### 4.7.5.3 Pasivo / Patrimonio

Para el periodo 2025 se proyecta una estructura de capital menos apalancada permitiendo a la compañía mejorar su estabilidad financiera y una menor exposición al riesgo. Esta mejora sustancial se explica principalmente por una estrategia combinada de reducción de pasivos y fortalecimiento del patrimonio con reinversión de utilidades, permitiendo acceder a condiciones más favorables de acceso a financiamiento. Es importante resaltar que esta mejora es sostenible en el tiempo y responde a decisiones operativas estructurales y no a eventos no recurrentes (revalorización de propiedades).

## Figura 20

*Estructura de Capital de San Camilo S.A.*



*Fuente:* Estados Financieros de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos. Elaborado por los autores.

### **4.7.6 Indicadores de Rentabilidad**

#### **4.7.6.1 Retorno sobre Activos (ROA)**

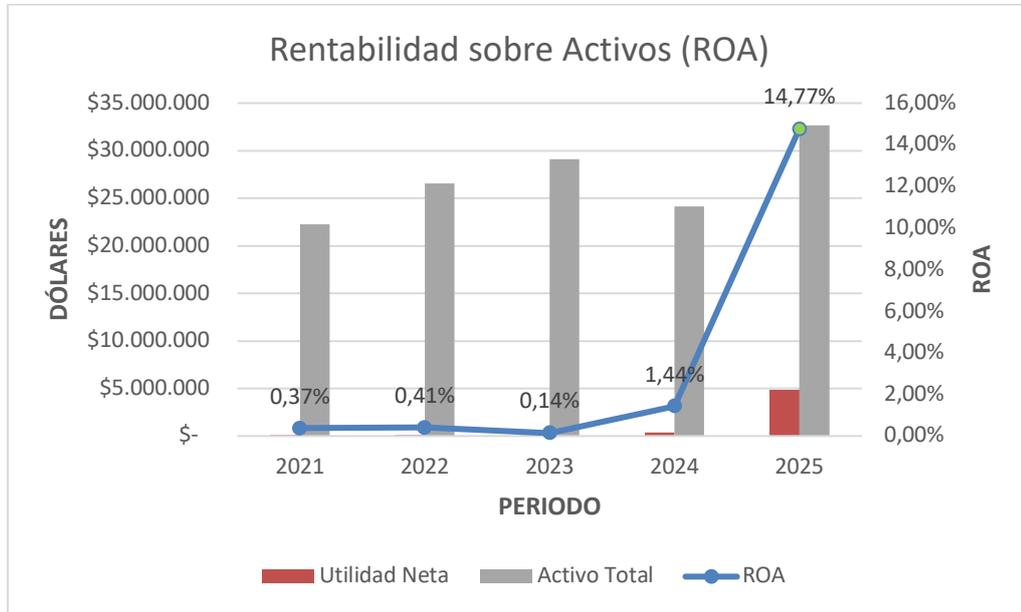
Para el año 2025 se proyecta un retorno sobre activos (ROA) del 14,77%, lo cual representa una mejora significativa en comparación con los niveles históricamente bajos en años anteriores. Este resultado proyectado refleja un cambio estructural en la rentabilidad de la empresa, evidenciando una utilización mucho más eficiente de los activos para la generación de beneficios.

Este nivel de ROA sugiere que la compañía ha alcanzado un grado de madurez operativa y estratégica que le permite maximizar el valor generado por cada dólar invertido en activos. Además, este indicador mejora la percepción de sostenibilidad del negocio, ya que la rentabilidad deja de depender únicamente del apalancamiento financiero y comienza a sustentarse en eficiencia operativa y en la capacidad real del

negocio para generar utilidades a partir de su inversión.

**Figura 21**

*Evolución del ROA de San Camilo S.A.*



*Fuente:* Estados Financieros de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos. Elaborado por los autores.

#### **4.7.6.2 Rentabilidad sobre Patrimonio (ROE)**

En el periodo proyectado 2025, el indicador de rentabilidad sobre el patrimonio (ROE) alcanza un valor significativo de 78.4%, marcando un punto de inflexión con respecto al desempeño de los años anteriores.

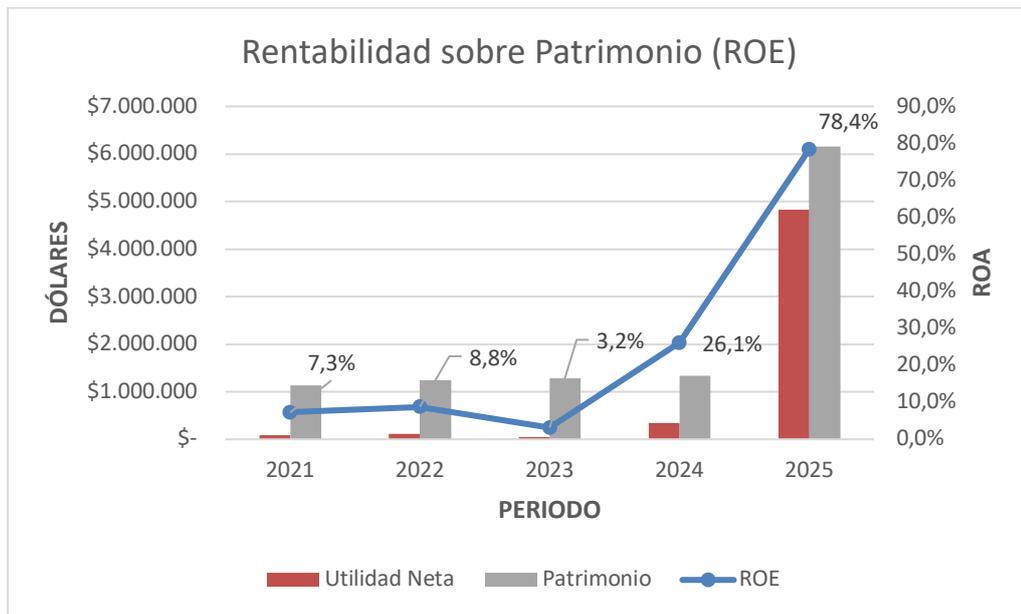
Esta cifra, notablemente superior al promedio histórico, refleja un retorno muy elevado para los accionistas.

Este comportamiento debe analizarse en conjunto con el ROA del mismo periodo, que es 14,77%. La diferencia entre ambos indicadores evidencia la existencia de un apalancamiento financiero importante, es decir, la empresa está utilizando recursos ajenos para potenciar la rentabilidad del capital propio. Sin embargo, a diferencia de años anteriores, donde un ROE relativamente alto podía explicarse principalmente por el

elevado nivel de endeudamiento, en 2025 el efecto se amplifica por la mejora sustancial en la eficiencia operativa y en la generación de utilidades netas. En consecuencia, el retorno al accionista ya no depende exclusivamente del apalancamiento, sino que se ve respaldado por una sólida gestión financiera y operativa de los activos del negocio.

**Figura 22**

*Evolución del ROE de San Camilo S.A.*



*Fuente:* Estados Financieros de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos. Elaborado por los autores.

#### **4.7.6.3 Análisis Dupont sobre Rentabilidad**

El modelo Dupont permite descomponer el rendimiento sobre el patrimonio (ROE) en tres factores fundamentales: el margen neto, la eficiencia operativa y el apalancamiento financiero. A través de esta descomposición se pueden identificar con mayor precisión los motores que explican la rentabilidad financiera de San Camilo S.A. durante el periodo 2021-2025.

Durante el periodo 2021-2024, el ROE presentó una evolución moderada con un promedio del 11,33% impulsado principalmente por altos niveles de apalancamiento

financiero (relación activos / patrimonios superiores a 18 veces), mientras que el margen neto se mantuvo extremadamente bajo (por debajo del 1% en todos los años previos a 2025). Esta situación sugiere que, en esos años, la rentabilidad para los accionistas fue consecuencia directa del apalancamiento y no de una operación eficiente o de márgenes atractivos. En otras palabras, la empresa dependía en gran medida de la deuda para generar retornos, lo que representa un riesgo significativo en contextos de presión financiera o aumento del costo de capital.

En contraste, en el año 2025 se observa un cambio estructural relevante. El ROE alcanza un valor proyectado del 78,38%, como resultado de un incremento sustancial en el margen neto (6,04%) y una sólida eficiencia operativa (rotación de activos de 2,45), mientras que el nivel de apalancamiento disminuye considerablemente a 5,31 veces. Este comportamiento evidencia una transición hacia un modelo de rentabilidad basado en la generación genuina de utilidades y una operación más eficiente, reduciendo la dependencia del apalancamiento extremo como mecanismo de retorno financiero.

**Tabla 10***Análisis Dupont sobre Rentabilidad de San Camilo S.A.*

	2021	2022	2023	2024	2025
Utilidad Neta	\$ 82.416	\$ 109.213	\$ 40.785	\$ 346.747	\$ 4.820.213
Ventas	\$ 32.392.710	\$39.824.871	\$42.560.907	\$61.712.572	\$ 79.850.401
Activos	\$ 22.249.534	\$26.577.443	\$29.118.393	\$24.155.255	\$ 32.642.120
Patrimonio	\$ 1.133.736	\$ 1.242.924	\$ 1.289.259	\$ 1.329.617	\$ 6.149.831
Ut Neta /					
Ventas	0,25%	0,27%	0,10%	0,56%	6,04%
Ventas /					
Activos	1,46	1,50	1,46	2,55	2,45
Activos					
/Patrimonio	19,62	21,38	22,59	18,17	5,31
<b>ROE</b>	<b>7,27%</b>	<b>8,79%</b>	<b>3,16%</b>	<b>26,08%</b>	<b>78,38%</b>

*Fuente:* Estados Financieros de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos. Elaborado por los autores.

#### **4.7.6.4 Beneficio Operativo Neto después de Impuestos (NOPAT)**

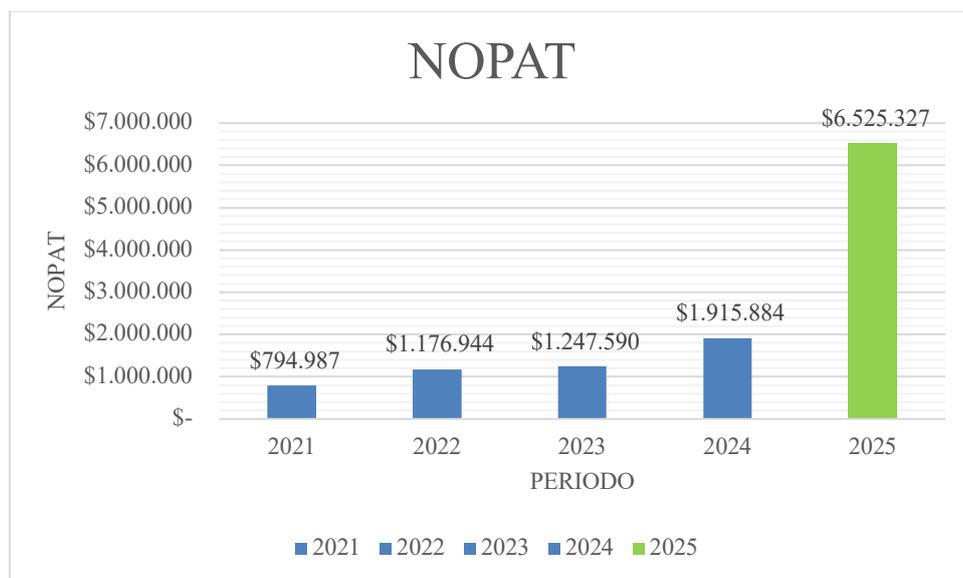
Al analizar el comportamiento del NOPAT (Beneficios Operativos Netos después de Impuestos) en el periodo proyectado, este indicador muestra un crecimiento sostenido, pasando de aproximadamente \$795 mil dólares en 2021 a \$6.5 millones de dólares en 2025, lo cual evidencia una mejora significativa de la capacidad del negocio para generar utilidades operativas después de impuestos. Este comportamiento sugiere que, independientemente del nivel de endeudamiento, la empresa ha logrado incrementar su eficiencia operativa, mejorar márgenes y aumentar su escala productiva.

Desde la óptica de estructura de capital, el NOPAT adquiere especial relevancia al constituir la base para indicadores como el ROIC (Retorno sobre capital invertido), ya que refleja el rendimiento que se obtiene sobre el capital invertido total, sin distorsión por la forma en que ese capital ha sido financiado (deuda vs patrimonio). En ese sentido, el marcado incremento del NOPAT en el periodo analizado refuerza el argumento de una estructura menos apalancada no ha limitado el desempeño operativo, sino que ha permitido que dicho desempeño se traduzca de forma más efectiva en valor para los accionistas.

En los primeros años la utilidad neta fue significativamente inferior y más volátil al NOPAT, esto se explica por una carga financiera elevado producto de un alto apalancamiento. Sin embargo, la tendencia del NOPAT permite inferir que el negocio ha ido consolidando una base operativa sólida, capaz de sostener una estructura de capital más equilibrada en el tiempo. Esto es coherente con la disminución proyectada del ratio Pasivo/Patrimonio, y con el incremento del patrimonio dentro del balance general.

**Figura 23**

*Beneficio Operativo Neto después de Impuestos de San Camilo S.A.*



*Fuente:* Estados Financieros de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos. Elaborado por los autores.

#### **4.7.6.5 Retorno sobre Capital Invertido (ROIC)**

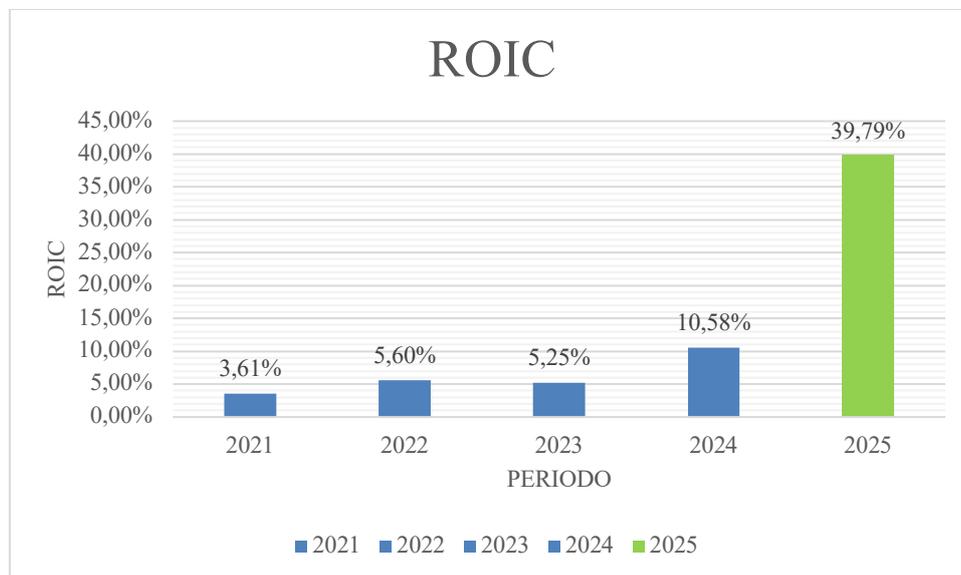
Los resultados proyectados para el año 2025 reflejan un cambio sustancial en la dinámica financiera de la empresa. El notable incremento del ROIC, que pasa de 3.61% en 2021 a 39.79% en 2025, evidencia una mejora sostenida en la eficiencia del uso del capital invertido, superando ampliamente el costo promedio ponderado de capital (WACC) y generando valor económico significativo. Esta evolución está respaldada por un crecimiento sólido del NOPAT, lo que refleja un fortalecimiento real de la operación, independientemente del nivel de apalancamiento.

Este desempeño se encuentra alineado con la mejora de otros indicadores proyectados, como el ROA (14.77%), que confirma una mayor capacidad para generar rentabilidad sobre los activos sin depender exclusivamente del apalancamiento financiero. Asimismo, el ROE alcanza un 78.4%, impulsado principalmente por una utilidad neta más robusta, sin necesidad de recurrir a niveles excesivos de deuda como en años anteriores.

En conjunto, estos resultados validan la hipótesis de que una estructura de capital más equilibrada —menos apalancada pero más eficiente (ROIC de 4% a 40%; ROE de 11% a 78%, ROA de 1% a 14%; utilidad neta de 0.3% a 6%; periodo de conversión de efectivo de 165 días a 64 días)— permite mejorar tanto la rentabilidad financiera como la creación de valor para los accionistas. La empresa se estaría así acercando a una estructura de capital óptima, coherente con su capacidad operativa y con un nivel de riesgo financiero más controlado.

**Figura 24**

*Retorno sobre Capital Invertido de San Camilo S.A.*



*Fuente:* Estados Financieros de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos. Elaborado por los autores.

## CAPÍTULO V

### Conclusiones y Recomendaciones

El presente capítulo resume los principales hallazgos del análisis sobre la estructura de capital de San Camilo S.A. Comercializadora de Granos durante el periodo 2021-2024, así como las proyecciones financieras para el año 2025.

Las conclusiones aquí expuestas integran los resultados cuantitativos y cualitativos obtenidos, y permiten sustentar una propuesta de estructura óptima de capital alineada con la realidad operativa y financiera de la compañía.

#### Conclusiones

El presente estudio tuvo como objetivo determinar la estructura óptima de capital para San Camilo S.A., combinando el análisis financiero del periodo 2021-2024 con una proyección detallada para el año 2025. A través del uso de indicadores clave de rentabilidad (ROA, ROE ROIC, NOPAT), indicadores de gestión, rotación y su contraste con marcos teóricos como Modigliani & Miller, *Trade-Off* y *Pecking Order*, se logró establecer una composición de capital más eficiente y coherente con la capacidad operativa de la empresa.

Durante el periodo 2021-2024, la empresa mostró un crecimiento sostenido en ventas, pero con un deterioro progresivo en su rentabilidad neta y altos niveles de apalancamiento financiero. Este comportamiento quedó evidenciado en el método Dupont con un multiplicador del capital superior a 20 veces, lo que incrementó el riesgo financiero y reflejó una dependencia crítica del financiamiento externo.

Frente a esta realidad, la proyección financiera para 2025 incorpora una política de reinversión de utilidades que permite fortalecer el patrimonio y reducir el nivel de endeudamiento a una proporción de 81% pasivo y 19% patrimonio. Esta estructura no solo mejora la estabilidad financiera, sino que también permite una recuperación

significativa de los indicadores de rentabilidad: el ROA se eleva de un promedio de 0,6% a 14,77%, el ROIC de 6,26% a 39,79%, y el ROE alcanza el 78,39%, reflejando una mejora operativa real sin recurrir a un apalancamiento excesivo.

En complemento al análisis empírico desarrollado y la aplicación práctica de los modelos de Modigliani & Miller, resulta pertinente contextualizar los hallazgos desde otras perspectivas teóricas que explican la estructura de capital, particularmente la teoría del *Trade-Off* y la teoría del *Pecking Order*. Ambas aportan elementos claves para comprender cómo las empresas toman decisiones de financiamiento en función del equilibrio entre riesgo, costo de capital y control accionarial.

La teoría del *Trade-Off* sostiene que la estructura de capital se alcanza cuando el beneficio fiscal de la deuda es compensado por el costo esperado de problemas financieros derivados del endeudamiento excesivo. Desde esta perspectiva, un apalancamiento significativo, como el observado en San Camilo S.A. hasta 2024, puede ser financieramente justificable si los beneficios superan los riesgos. Sin embargo, los resultados proyectados para 2025 evidencian que una reducción moderada del apalancamiento (81% pasivo, 19% patrimonio) no solo reduce la exposición al riesgo financiero, sino que además permite una mejora sustancial en los niveles de rentabilidad, lo cual refuerza la validez del enfoque de equilibrio propuesto según esta teoría.

Por otro lado, la teoría del *Pecking Order* plantea una jerarquía en las decisiones de financiamiento, donde las empresas prefieren primero el uso de recursos internos, luego deuda y finalmente emisión de acciones. La política financiera proyectada en San Camilo S.A. para el año 2025 se alinea con los principios de la teoría, al priorizar la reinversión de utilidades como fuente principal de financiamiento. Esta estrategia fortalece el patrimonio, reduce progresivamente la dependencia del endeudamiento externo y refuerza la autonomía financiera de la empresa, evidenciando una gestión más

eficiente de capital y riesgo.

En síntesis, se concluye que una estructura compuesta por 81% de pasivo y 19% de patrimonio representa la alternativa más adecuada para San Camilo S.A. en el año 2025, al permitir la generación sostenida de valor económico, mejorar la eficiencia operativa y reducir la vulnerabilidad financiera.

### **Recomendaciones**

- La compañía debe priorizar una evaluación rigurosa de la calidad de sus activos corrientes, en particular la cartera de clientes y el inventario, los cuales representan aproximadamente el 85% de la inversión bruta proyectada para 2025. Este nivel de concentración implica que una porción significativa del apalancamiento se canaliza hacia el financiamiento de estas cuentas. En este contexto, una reducción estratégica de inventarios, junto con un fortalecimiento en política de crédito y cobranza, permitiría disminuir las necesidades operativas de fondos (NOF), mejorar la rotación de activos y alcanzar una mayor eficiencia en el uso del capital de trabajo. Esto, a su vez, contribuiría a maximizar la rentabilidad y reducir la exposición financiera.
- Se recomienda establecer como punto de referencia para futuras decisiones de financiamiento una proporción de patrimonio igual o superior al 20%, ya que este nivel ha demostrado ser eficiente para mejorar los indicadores de rentabilidad y reducir el riesgo financiero, permitiendo una estructura de capital más equilibrada y sostenible.
- Se recomienda implementar una política activa de gestión de tesorería que permita maximizar el rendimiento del exceso de flujo de caja de corto plazo mediante inversiones temporales en instrumentos financieros de alta liquidez y bajo riesgo, como operaciones REPO. Esta estrategia permitiría generar ingresos

por intereses durante periodos de menor exigencia en pagos, optimizando así la eficiencia financiera sin comprometer la disponibilidad de recursos.

- Dado el fortalecimiento proyectado de los indicadores de rentabilidad en 2025, se recomienda que la empresa adopte una política de reinversión de utilidades que permita fortalecer progresivamente el patrimonio sin comprometer la liquidez operativa. Esta estrategia contribuirá a reducir gradualmente la dependencia del endeudamiento externo y a sostener la creación de valor económico en el mediano y largo plazo.
- Implementar una política de dividendos coherente con la estructura de capital proyectada, que priorice la sostenibilidad del crecimiento antes que la repartición de dividendos. Esto permitirá mantener niveles adecuados de flujo operativo para el crecimiento de la compañía.
- Optimizar la estructura del apalancamiento financiero mediante la conversión de pasivos de corto plazo en deuda de largo plazo, con el objetivo de reducir el riesgo asociado a renovaciones frecuentes con las entidades financieras. El contexto proyectado de reducción en las tasas de interés representa una oportunidad estratégica para negociar condiciones más favorables y estables a largo plazo. En particular, San Camilo S.A. proyecta que el 83% de su endeudamiento para 2025 será de corto plazo, lo cual representa una exposición significativa en escenarios de restricción crediticia o recesión económica, donde la disponibilidad de financiamiento tiende a disminuir. Una reestructuración hacia deuda de largo plazo fortalecería la resiliencia financiera de la empresa.
- Diversificar fuentes de financiamiento como avales bancarios, emisión de bonos, leasing, fondos de inversión para diversificar riesgos y mejorar la flexibilidad financiera.

## Referencias

- Aguayo Ramírez, P., y Panes Parra, J. (2014). *Modelo de jerarquía: Pecking order*. Universidad del Bío-Bío. Concepción, Chile.
- Aníbal Humberto, C., Pérez Castañeda, S., Cruz Ramírez, D., y Sauza Ávila, B. (2018). Estructura de Capital, desde la perspectiva del Trade-Off, a nivel Latinoamérica (2008 - 2016). *Ingenio Y Conciencia Boletín Científico De La Escuela Superior Ciudad Sahagún*, 5(9). <https://doi.org/10.29057/ess.v5i9.2901>
- Amaya, F. (2013). La estructura de capital en la empresa: Su estudio contemporáneo. *Revista Finanzas y Política Económica*, 5(2), 141-160. <https://bit.ly/41LOMnT>
- Alarcón Pérez, Ó. (2017). Teoría del Pecking Order: ¿Aplicación en Colombia?, una revisión bibliográfica. *Criterio Libre*, 139-154.
- Alvarado, J. (2020). *Factores determinantes de endeudamiento y su influencia en las decisiones financieras de la industria constructora de Guayaquil, período 2010 – 2017*. [Tesis de Maestría, Universidad Tecnológica Empresarial de Guayaquil]. RiUTEG. <https://bit.ly/4hAAkVH>
- Arévalo, G., Zambrano, S., y Vásquez, A. (2022). Teoría del Pecking Order para el análisis de la estructura de capital: aplicación en tres sectores de la economía colombiana. *Revista SciELO Colombia*, 14(1). <https://bit.ly/3RjU6d6>
- Arredondo Echeverría, R., Garza Alanís, E., y Salazar, J. (2015). *Estructura óptima de capital: análisis de la teoría del TRADE-OFF entre patrimonio y deuda para minimizar el costo de capital (CPPC) y maximizar el valor de la empresa (MARKETCAP)*. Universidad de Monterrey. <https://bit.ly/4kYS5k6>
- Ayón, G; Pluas, J; y Ortega, W. (2020). El apalancamiento financiero y su impacto en el nivel de endeudamiento de las empresas. *Revista Científica de Ciencias Económicas y Empresariales FIPCAEC*, 5(17), 117-136. <https://bit.ly/42dNMKn>

- Barahona, C y Morocho, D. (2021). *Factores explicativos del nivel de endeudamiento de las PYMES manufactureras del sector alimentos en el periodo 2010 – 2018*. [Tesis de Grado, Universidad del Azuay]. RiUAZUAY. <https://bit.ly/42dvF7m>
- Brigham, E., y Ehrhardt, M. (2020). *Financial Management: Theory & Practice* (16th ed.). Cengage Learning.
- Cabellos, J., y Naito, M. (2015). *Determinantes De La Rentabilidad De Las Instituciones Microfinancieras Peruanas En El Periodo 2006-2013: Un Enfoque Según El Modelo De Dupont Y La Teoría De Modigliani-Miller*. Obtenido de Universidad del Pacífico: [https://repositorio.up.edu.pe/bitstream/handle/11354/1697/Jhonny\\_Tesis\\_maestria\\_2015.pdf?sequence=7&isAllowed=y](https://repositorio.up.edu.pe/bitstream/handle/11354/1697/Jhonny_Tesis_maestria_2015.pdf?sequence=7&isAllowed=y)
- Canelo, I. A. (2022). *Estructura de Capital. Modigliani y Miller Estructura de Capital. Modigliani y Miller*. SSRN. <https://ssrn.com/abstract=4304446>
- Cepik, A. (2013). *Análisis empírico y conceptual del Capital Asset Pricing Model (CAPM)*. [Tesis de Maestría, Universidad de San Andrés]. RiUDES. <https://bit.ly/4bNlvxF>
- Francisco Castillo, B., y Francisco Padilla, A. (2016). *Universidad Nacional Pedro Henríquez Ureña. Obtenido de Aplicación de la Teoría del Teorema Modigliani-Miller en el Análisis Financiero en una Empresa Comercial de Supermercado*: <https://bit.ly/4hmNtBv>
- González, P., Zinno, F., y Barbei, A. (2018). *Estructura de capital: revisión de la literatura y propuesta de investigación. Jornadas Universitarias Internacionales de Contabilidad y Jornadas Universitarias de Contabilidad*. [https://bibliotecadigital.fce.unam.edu.ar/bitstream/handle/bhp/466/Gonzalez%20PC\\_2018\\_EEstructura.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://bibliotecadigital.fce.unam.edu.ar/bitstream/handle/bhp/466/Gonzalez%20PC_2018_EEstructura.pdf?sequence=1&isAllowed=y)
- Grado, Á., (2011). *Teoría de la estructura de capital y su impacto en la toma de decisiones de inversión y financiamiento. Visión Gerencial*, (1), 188-206. <https://bit.ly/41LZ8UH>

- Haro, A; Pico, J; Sánchez, D; Ramírez, S; y Ulloa, J. (2023). Estructura de capital óptima analizada mediante insolvencia empresarial. *LATAM Revista Latinoamericana de Ciencias Sociales y Humanidades, Asunción, Paraguay, 4(1)*, 2419-2429. <https://doi.org/10.56712/latam.v4i1.426>
- Herrera, H. (2018). Estructura óptima de capital para empresas en mercados maduros de economías emergentes: una aplicación. *Universidad y Empresa, 20(34)*, 157-191. <https://bit.ly/4bJST8n>
- Myers, S. y Majluf, N. (1984). Financiación corporativa y decisiones de inversión cuando las empresas tienen información que los inversores no tienen. *Revista de Economía Financiera*, 13. Estados Unidos.
- Myers, S. (1984). El rompecabezas de la estructura de capital. *Revista de Finanzas 39*. Estados Unidos.
- Mayorga, J. (2011). La estructura financiera óptima en las PYMEs del sector industrial de la ciudad de Bogotá, Colombia. XVI Congreso Internacional de Contaduría Administración e Informática. México.
- Macarlupo, A; y Rondoy, A. (2018). *Análisis de la estructura de capital de una mediana empresa de la ciudad de Guayaquil*. [Tesis de Maestría, Escuela Superior Politécnica del Litoral]. RiESPOL. <https://bit.ly/4iYX96e>
- Mondragón, S. (2011). Marco conceptual de las teorías de la irrelevancia, del trade-off y de la jerarquía de las preferencias. *Revista SciELO Colombia*. <https://bit.ly/4bCGcMH>
- López, O; Haro, A; Córdova, A; y Pérez, J. (2023). El teorema Modigliani-Miller: un análisis desde la estructura de capital mediante modelos Data Mining en pymes del sector comercio. *Revista Finanzas y Política Económica, 15(1)*, 45-66. <https://bit.ly/4bIJoX6>
- Ortega, M; y Toledo, P. (2022). *El endeudamiento y su incidencia en el comportamiento financiero de las sociedades del sector manufacturero del Ecuador, período 2014 –*

2018. [Tesis de Grado, Universidad del Azuay]. RiAZUAY. <https://bit.ly/4bWIYOD>
- Orellana, I., Tonon, L., Reyes, M., Pinos, L. y Cevallos, E. (2020). *Riesgos financieros en el sector manufacturero del Ecuador*. (1 Ed.). Universidad del Azuay Casa Editora.
- Pereda, G. (2022). *Factores determinantes del endeudamiento de las empresas peruanas del sector industrial primario*. [Tesis de Licenciatura, Universidad Esan]. RiESAN. <https://bit.ly/4iEEexA>
- Pilla, J. (2020). *Estructura de capital y riesgo financiero: Análisis empírico de las cooperativas de ahorro y crédito del segmento 1, de la provincia de Tungurahua*. [Tesis de Ingeniería, Universidad Técnica de Ambato]. RiUTA. <https://bit.ly/4kCk71A>
- Reyes, M., Pinos, L., Orellana, I., y Tonon, L. (2023). Modelo de Valoración de Activos Financieros (CAPM) aplicado al sector empresarial de Ecuador. *Retos Revista de Ciencias de la Administración y Economía*, 13(25), 113-126. <https://doi.org/10.17163/ret.n25.2023.08>
- Ross, S., Westerfield, R., Jaffe, J., y Jordan, B. (2019). *Corporate Finance* (12th ed.). McGraw-Hill Education.
- Ruíz, J., Altamirano, J., y Tonon, L. (2021). Aplicación del CAPM en Mercados Emergentes: Una revisión teórica. *Podium*, 39, 53–70. doi:10.31095/podium.2021.39.4
- Shemetov, V. V. (2020). Sobre la relación entre el principio de fijación de precios sin arbitraje y las proposiciones de Modigliani-Miller. *Revista ACRN de Finanzas y Perspectivas de Riesgo*, 9, 148-176. <https://bit.ly/4bLt3ko>
- Solís, M. (2023). Una propuesta de apalancamiento financiero según la teoría del trade-off para Ternium Argentina S.A. Univxersidad Siglo 21. <https://repositorio.21.edu.ar/handle/ues21/26946>
- Tapia, J. (2013). *Determinantes de la Estructura de Capital para PYMES españolas*. Obtenido de Valencia: Universidad Politécnica de Valencia. Facultad de Administración y

Dirección de Empresas: <https://bit.ly/41GIm9z>

Valverde, J. y Caicedo, F. (2019). Cálculo de las betas del Capital Asset Pricing Model como indicador de rentabilidad de las empresas vinculadas a la Bolsa de Valores de Ecuador.

*Universidad, Ciencia y Tecnología*, 24(107), 79-87. <https://bit.ly/3FDs4ql>

Zambrano, S., y Acuña, G. (2013). Teoría del Pecking Order versus teoría del Trade off para la empresa Coservicios S.A. E.S.P. *Apuntes del Cenes*, 32(56), 205-236.

<https://revistas.uptc.edu.co/index.php/cenes/article/view/2448/2327>

## Anexos

### Anexo I - Estado de Situación Financiera años 2021 al 2023

<b>ACTIVO</b>				<b><u>ANÁLISIS HORIZONTAL</u></b>		<b><u>ANÁLISIS VERTICAL</u></b>		
	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
<b><u>Activos Corrientes</u></b>								
Efectivo	2,738,544	129,702	2,855,454	-95.3%	4.3%	12.3%	0.5%	9.8%
Clientes y Otras Ctas por Cobrar	13,149,467	13,874,756	18,136,123	5.5%	37.9%	59.1%	52.2%	62.3%
Inventario	5,171,050	10,930,634	7,165,879	111.4%	38.6%	23.2%	41.1%	24.6%
Impuestos	1,102,031	1,538,947	856,678	39.6%	-22.3%	5.0%	5.8%	2.9%
Pagos Anticipados	1,745	13,852	13,601	693.8%	679.4%	0.0%	0.1%	0.0%
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>22,162,837</b>	<b>26,487,891</b>	<b>29,027,735</b>	<b>19.5%</b>	<b>31.0%</b>	<b>99.6%</b>	<b>99.7%</b>	<b>99.7%</b>
<b><u>Activos No Corrientes</u></b>								
Mobiliario y equipo	81,850	82,410	82,182	0.7%	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%
Impuesto Diferido	4,847	7,142	8,476	47.3%	74.9%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>86,697</b>	<b>89,552</b>	<b>90,658</b>	<b>3.3%</b>	<b>4.6%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>22,249,534</b>	<b>26,577,443</b>	<b>29,118,393</b>	<b>19.5%</b>	<b>30.9%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>
<b>PASIVO</b>								
<b><u>Pasivos Corrientes</u></b>								
Proveedores	115,075	5,422,651	5,231,737	4612.3%	4446.4%	0.5%	21.4%	18.8%
Obligaciones Inst. Financieras	19,862,250	18,726,832	21,426,683	-5.7%	7.9%	94.1%	73.9%	77.0%
Beneficios a Empleados	55,606	73,295	54,993	31.8%	-1.1%	0.3%	0.3%	0.2%
Pasivo por Impuesto Cte.	32,201	54,353	65,556	68.8%	103.6%	0.2%	0.2%	0.2%
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>20,065,132</b>	<b>24,277,131</b>	<b>26,778,969</b>	<b>21.0%</b>	<b>33.5%</b>	<b>95.0%</b>	<b>95.8%</b>	<b>96.2%</b>
<b><u>Pasivo No Corriente</u></b>								
Obligaciones Inst. Financieras	1,000,000	1,000,000	1,000,000	0.0%	0.0%	4.7%	3.9%	3.6%

Ingresos Diferidos	554	291	-	-47.5%	-100.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Beneficios a Empleados	50,111	57,098	50,166	13.9%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>1,050,665</b>	<b>1,057,389</b>	<b>1,050,166</b>	<b>0.6%</b>	<b>0.0%</b>	<b>5.0%</b>	<b>4.2%</b>	<b>3.8%</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>21,115,797</b>	<b>25,334,520</b>	<b>27,829,135</b>	<b>20.0%</b>	<b>31.8%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>
<b>PATRIMONIO</b>								
Capital	600,000	600,000	600,000	0%	0%	52.9%	48.3%	46.5%
Reserva	56,730	64,980	75,980	15%	34%	5.0%	5.2%	5.9%
Resultados Acum.	471,216	573,939	609,701	22%	29%	41.6%	46.2%	47.3%
Otro Resultado Integral	5,790	4,005	3,578	-31%	-38%	0.5%	0.3%	0.3%
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>1,133,736</b>	<b>1,242,924</b>	<b>1,289,259</b>	<b>10%</b>	<b>14%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>
<b>TOTAL PASIVO + PATRIM</b>	<b>22,249,533</b>	<b>26,577,444</b>	<b>29,118,394</b>	<b>19%</b>	<b>31%</b>			
<b>Activo Neto</b>	<b>22,046,652</b>	<b>21,027,144</b>	<b>23,766,107</b>	<b>-5%</b>	<b>8%</b>	<b>99.1%</b>	<b>79.1%</b>	<b>81.6%</b>

*Fuente:* Informes de Auditoría publicado en el portal de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

**Anexo II - Estado de Resultado Integral años 2021 al 2023**

				ANÁLISIS HORIZONTAL		ANÁLISIS VERTICAL		
	2021	2022	2023	2022	2023	2021	2022	2023
Ventas	32,392,710	39,824,871	42,560,907	22.9%	31.4%	100.0%	100.0%	100.0%
Costo de Ventas	-30,544,884	-37,643,056	-39,119,523	23.2%	28.1%	94.3%	94.5%	91.9%
<b>Utilidad Bruta</b>	<b>1,847,826</b>	<b>2,181,815</b>	<b>3,441,384</b>	<b>18.1%</b>	<b>86.2%</b>	<b>5.7%</b>	<b>5.5%</b>	<b>8.1%</b>
Otros Ingresos	348,389	614,766	302,321	76.5%	-13.2%	1.1%	1.5%	0.7%
<b>GASTOS</b>								
Gasto de Ventas	-597,576	-693,399	-1,408,892	16.0%	135.8%	1.8%	1.7%	3.3%
Gastos Administrativos	-538,656	-533,923	-671,360	-0.9%	24.6%	1.7%	1.3%	1.6%
<b>TOTAL GASTOS OPERATIVOS</b>	<b>-1,136,232</b>	<b>-1,227,322</b>	<b>-2,080,252</b>	<b>8.0%</b>	<b>83.1%</b>	<b>3.5%</b>	<b>3.1%</b>	<b>4.9%</b>
<b>EBIT</b>	<b>1,059,983</b>	<b>1,569,259</b>	<b>1,663,453</b>	<b>48.0%</b>	<b>56.9%</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.9%</b>	<b>3.9%</b>
Gastos Financieros	-892,309	-1,294,999	-1,513,333	45.1%	69.6%	2.8%	3.3%	3.6%
<b>TOTAL GASTOS FINANCIEROS</b>	<b>-892,309</b>	<b>-1,294,999</b>	<b>-1,513,333</b>	<b>45.1%</b>	<b>69.6%</b>	<b>2.8%</b>	<b>3.3%</b>	<b>3.6%</b>
<b>UTILIDAD ANT PART. TRAB.</b>	<b>167,674</b>	<b>274,260</b>	<b>150,120</b>	<b>63.6%</b>	<b>-10.5%</b>	<b>0.5%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.4%</b>
Part. Trab.	-25,151	-41,143	-22,518	63.6%	-10.5%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
Impuesto a la Renta	-60,107	-123,904	-86,817	106.1%	44.4%	-0.2%	-0.3%	-0.2%
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>82,416</b>	<b>109,213</b>	<b>40,785</b>	<b>32.5%</b>	<b>-50.5%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.3%</b>	<b>0.1%</b>

*Fuente:* Informes de Auditoría publicado en el portal de la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros