

**ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL**  
**Facultad De Ciencias Sociales y Humanísticas**



*Facultad de*  
**Ciencias Sociales**  
**y Humanísticas**



**TEMA:**

**“CONFORMACIÓN DE PORTAFOLIO DE INVERSIÓN  
APLICANDO EL ANÁLISIS TOP DOWN PARA UN  
INVERSIONISTA CON PERFIL CONSERVADOR DE  
LARGO PLAZO”**

**TRABAJO FINAL DE GRADUACIÓN**  
Previa la obtención del Título de:  
**Economista con mención en Gestión Empresarial**

**Presentada por:**  
**Gustavo Xavier Swett Grijalva**  
**Boris Alfredo Velásquez Guerra**  
**Viviana Gisella Villao Gómez**

**Guayaquil -Ecuador**  
**2013**

**AGRADECIMIENTO:**

Agradecemos a nuestros padres y al Econ. Washington Macías por la comprensión y paciencia que nos tuvo y por sus conocimientos impartidos para que esta tesis sea posible y a todas las personas que nos brindaron su apoyo.

Viviana, Boris y Gustavo

**DEDICATORIA:**

A toda mi familia por el apoyo brindado y en especial al angelito que viene en camino todo mi esfuerzo es dedicado a ti.

Boris Velásquez Guerra

### **DEDICATORIA:**

A Dios, a mis padres Norma y Víctor Hugo, pilares fundamentales en mi vida, les dedico todo mi esfuerzo ya que con su apoyo incondicional han guiado mi camino y han hecho posible que cumpla con todas mis metas propuestas, a mis hermanos Norma, Vannessa y Denis por estar siempre brindándome su ayuda y cariño en todo momento y a todos los que hicieron posible que culmine con esta etapa de vida muchas gracias.

Viviana Villao Gómez

**DEDICATORIA:**

A mi abuelito Jorge, a mis padres Carlos y Edita y a mis hermanos Carlos, Jorge y Carla.

Gustavo Swett Grijalva

## **TRIBUNAL DE GRADUACIÓN**

---

M. Sc. Jenny Tola Cisneros.

Presidente Tribunal

---

M. Sc. Washington Macías Rendón

Director de Tesis

---

M. Sc. Alicia Guerrero

Vocal de Tesis

## **DECLARACIÓN EXPRESA**

**“La responsabilidad del contenido de esta Tesis de Grado, nos corresponde exclusivamente; y el patrimonio intelectual de la misma a La Escuela Superior Politécnica del Litoral”**

---

**GUSTAVO XAVIER SWETT GRIJALVA**

---

**BORIS ALFREDO VELÁSQUEZ GUERRA**

---

**VIVIANA GISELLA VILLAO GÓMEZ**

## ÍNDICE GENERAL

<b>CAPÍTULO 1 - INTRODUCCIÓN</b> .....	1
1.1 ANTECEDENTES.....	1
1.2 OBJETIVOS.....	2
1.2.1 OBJETIVO GENERAL.....	2
1.2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	3
1.3 ALCANCE DEL ESTUDIO .....	4
<b>CAPÍTULO 2 - METODOLOGÍA</b> .....	5
2.1 ANALISIS TOP DOWN .....	5
2.1.1 ANÁLISIS MACROECONÓMICO .....	6
2.1.2 SECTORES ECONÓMICOS .....	7
2.1.3 SELECCIÓN DE EMPRESAS.....	8
2.1.4 FUENTES SECUNDARIAS.....	8
2.2 EMISORES.....	9
2.2.1 RATIOS FINANCIEROS.....	10
2.2.2 NO FINANCIEROS .....	14
<b>CAPÍTULO 3 - APLICACIÓN DEL MODELO TOP DOWN</b> .....	14
3.1 ANÁLISIS MACROECONÓMICO.....	16
3.1.1 EVOLUCIÓN DEL PIB.....	16
3.1.2 ACTIVIDAD ECONÓMICA .....	19
3.1.3 POLÍTICA MONETARIA.....	19
3.1.4 POLÍTICA FISCAL .....	21
3.1.5 INFLACIÓN.....	23
3.1.6 INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA .....	25
3.1.7 EXPORTACIONES .....	27
3.1.8 EXPORTACIÓN DE PETRÓLEO.....	28
3.1.9 IMPORTACIONES.....	32
3.1.10 REMESAS PROVENIENTES DEL EXTERIOR.....	32
3.1.11 ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR.....	34
3.1.12 ÍNDICE DE CONFIANZA EMPRESARIAL .....	35



3.1.13	ÍNDICE DE ACTIVIDAD ECONÓMICA COYUNTURAL .....	37
3.1.14	MATRIZ PRODUCTIVA .....	39
3.2	SELECCIÓN DE PORCENTAJES A INVERTIR SOBRE TIPOS DE TÍTULOS.....	42
3.2.1	PERFIL DEL INVERSIONISTA.....	42
3.2.2	FONDO ESPOL .....	43
3.2.3	SITUACIÓN DEL PORTAFOLIO ACTUAL.....	44
3.2.4	PORCENTAJES DE INVERSIÓN POR CLASE DE TÍTULO .....	45
3.3	SECTORES A INVERTIR.....	54
3.3.1	SECTORES A INVERTIR: SEGÚN PORCENTAJE DE PARTICIPACIÓN EN EL PIB .....	54
3.3.2	SECTORES A INVERTIR: SEGÚN PORCENTAJE DE INVERSIÓN DE EMPRESAS PRIVADAS.....	56
3.3.3	SECTORES A INVERTIR: SEGÚN MATRIZ DE CORRELACIÓN DE RENTABILIDADES PATRIMONIALES ENTRE SECTORES.....	58
3.3.4	RENTABILIDAD POR SECTORES .....	60
3.4	SELECCIÓN DE EMPRESAS.....	61
3.4.1	CRITERIOS PARA LA CONFORMACIÓN DE PORTAFOLIO DE INVERSIÓN DE TÍTULOS DE RENTA FIJA .....	61
3.5	RAZONES FINANCIERAS DE LA PRE-SELECCIÓN DE EMISORES .....	64
3.6	CRITERIOS PARA LA SELECCIÓN DE CERTIFICADOS DE DEPÓSITO .....	66
	<b>CAPÍTULO 4 - RESULTADOS DE APLICACIÓN DEL MODELO TOP DOWN.</b> ....	69
4.1	ANÁLISIS MACROECONÓMICO .....	69
4.1.1	CONCLUSIÓN DEL ANÁLISIS MACROECONÓMICO.....	69
4.2	ANÁLISIS SECTORIAL .....	70
4.3	ANÁLISIS FINANCIERO Y NO FINANCIERO DE EMPRESAS .....	72
4.3.1	EMPRESAS SELECCIONADAS .....	99
4.3.2	RENTABILIDAD Y RIESGO DEL PORTAFOLIO DE ACCIONES .....	99
4.4	OPTIMIZACIÓN DEL PORTAFOLIO .....	102
4.5	PROYECCIÓN DE FLUJOS EN EL HORIZONTE DE INVERSIÓN .....	104
	<b>CAPÍTULO 5 - CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.</b> .....	110
	REFERENCIAS.....	114
	ANEXOS .....	117

## ÍNDICE DE ILUSTRACIONES

Ilustración 1: Fases de Ciclo Económico .....	7
Ilustración 2: Sectores a Invertir.....	8
Ilustración 3: PIB y su Crecimiento Económico periodo 2006 - 2012.....	17
Ilustración 4: Oferta Monetaria y Liquidez Total periodo 2006 - 2012.....	21
Ilustración 5: Recaudación Neta del SRI periodo 2009 - 2012 .....	23
Ilustración 6: Comportamiento de la Inflación periodo 2000 - 2012 .....	24
Ilustración 7: Inversión Extranjera Directa .....	26
Ilustración 8: Exportaciones periodo 2002 - 2012 .....	28
Ilustración 9: Producción Diaria de Petróleo .....	29
Ilustración 10: Exportaciones de Petróleo, Empresas Privadas y Públicas .....	30
Ilustración 11: Precios de Crudos de EP Petroecuador y WTI.....	31
Ilustración 12: Evolución de Importaciones periodo 2001 – 2011 .....	32
Ilustración 13: Remesas Provenientes del Exterior periodo 2006 – 2012.....	33
Ilustración 14: Balanza de Pagos periodo 2001 - 2011.....	34
Ilustración 15: Índice de Confianza al Consumidor .....	35
Ilustración 16: Evolución del Índice de Confianza Empresarial Deloitte.....	37
Ilustración 17: Evolución del Índice de Actividad Económica Coyuntual.....	38
Ilustración 18: Cambios en la Matriz Productiva .....	39
Ilustración 19: Saldo Disponible para Inversionistas (después de Créditos Vigentes).....	46
Ilustración 20: Empresas de Calificación de Riesgo AAA .....	62
Ilustración 21: Empresas de Calificación de Riesgo AAA+ .....	63
Ilustración 22: Empresas de Calificación de Riesgo AA+ .....	63
Ilustración 23: Empresas de Calificación de Riesgo AA .....	64
Ilustración 24: Relación Rentabilidad/Riesgo de Instituciones Financieras .....	66
Ilustración 25: Bancos plano Rentabilidad/Riesgo .....	67
Ilustración 24: Participación de empresas en Sector Automotriz .....	74
Ilustración 26: Participación de CREDICOSA en el sector .....	84
Ilustración 27: Participación de Corporación El Rosado en el Sector .....	94
Ilustración 28: Porcentaje de Participación de HOLCIM en el Sector .....	95

## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: Recaudación Neta periodo 2009 - 2012.....	22
Tabla 2: Evolución de la Inflación .....	24
Tabla 3: Exportaciones Ecuatorianas 2002 - 2012 .....	28
Tabla 4: Cuadro de Industrias Priorizadas.....	41
Tabla 5: Industrias Estratégicas.....	41
Tabla 6: Portafolio Antiguo del Fondo ESPOL.....	45
Tabla 7: Montos a Invertir por Títulos .....	51
Tabla 8: Producto Interno Bruto por Actividad Económica.....	54
Tabla 9: Porcentaje de Inversión en Empresas Públicas.....	56
Tabla 10: Rentabilidad Patrimonial por Sectores.....	60
Tabla 11: Principales Razones Financieras de Pre-Selección de títulos AA+ y AA.....	65
Tabla 12: Principales Razones Financieras de Pre-Selección de títulos AAA y AAA- .....	65
Tabla 13: Porcentaje a Invertir en CD's .....	68
Tabla 14: Tabla de Resumen de Análisis Macroeconómico .....	69
Tabla 15: Matriz de Correlación entre Sectores.....	71
Tabla 16: Participación de empresas en Sector Automotriz .....	74
Tabla 17: Participación de Corporación El Rosado en Sector.....	90
Tabla 18: Empresas que Conforman el Portafolio de Inversión.....	99
Tabla 19: Rentabilidad y Riesgo por Acciones .....	101
Tabla 20: Matriz de Varianzas y Covarianzas de las rentabilidades de Acciones.. .....	101
Tabla 21: Cuadro de Resumen de Inversión en Acciones .....	101
Tabla 22: TIR del Portafolio .....	103
Tabla 23: Rentabilidad y Riesgo del Portafolio de Acciones.....	103
Tabla 24: TIR Portafolio Final .....	104
Tabla 25: Flujo proyectado y TIR de Títulos de Renta Fija a 5 años .....	106
Tabla 26: Flujo Proyectado y TIR del Portafolio (Títulos de Renta Fija y CD's) .....	108
Tabla 27: Duración del Portafolio.....	110

## **CAPÍTULO 1. INTRODUCCIÓN**

### **1.1 ANTECEDENTES**

Existen dos tipos de Análisis Bursátiles para invertir en la Bolsa de Valores: el Análisis Técnico y el Análisis Fundamental. El Análisis Técnico es el que se encarga de examinar los datos pasados de la empresa, enfocándose principalmente en los precios históricos y los factores que intervienen para que estos cambien, como la interacción entre la Oferta y Demanda, las políticas gubernamentales, entre otros y que a partir de esto podamos predecir movimientos futuros y así formar estrategias a corto plazo. Por otra parte el Análisis Fundamental es un enfoque a largo plazo, el cual considera que el mercado no es eficiente y que los precios de las acciones no reflejan su valor real. Este análisis está subdividido en Top Down y Bottom Up. El primero se caracteriza por comenzar el estudio haciendo un análisis macroeconómico, con la finalidad de conocer la realidad del país y en qué ciclo económico se encuentra al momento de decidir invertir. Luego de esto se centra en hacer un análisis sectorial, y finalmente un análisis de aspectos financieros y no financieros a nivel del emisor, encontrando la optimización del portafolio. La principal diferencia entre Top Down Bottom Up radica en que este último no toma en cuenta los factores macroeconómicos ni sectoriales sino que se centra en encontrar un buen portafolio para realizar la inversión.

Para realizar una adecuada Asignación de Valores (*Asset Allocation* en inglés) a un portafolio de inversión, se necesita conocer los diversos mercados, sectores y tipos de activos en los cuales se puede invertir. Además de esto se requiere realizar diversos análisis para poder elegir los títulos valores que conformen el portafolio de inversión.

## **1.2 OBJETIVOS**

### **1.2.1 OBJETIVO GENERAL**

El objetivo de nuestro proyecto es crear un portafolio de inversión aplicando el análisis Top Down para destinarlo a un Fondo de Inversión en un horizonte de largo plazo y encontrar en qué sectores económicos sería mejor invertir, dependiendo del ciclo económico en el que se encuentre nuestro país. Nuestro inversionista es un Fondo de Inversión, el cual proviene de la aportación voluntaria del 12% de la remuneración mensual unificada de sus miembros, los cuales deben ser profesores, servidores y trabajadores de la Escuela Superior Politécnica del Litoral.

### **1.2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS**

1. Realizar un análisis macroeconómico basado en el comportamiento de las variables macroeconómicas de relevancia para determinar en qué ciclo económico se encuentra el mercado.
  
2. Determinar qué sectores presentan un mayor dinamismo en el mercado, basados en el comportamiento de las rentabilidades de los últimos años.
  
3. Determinar qué sectores del mercado se encuentran correlacionados.
  
4. Establecer el porcentaje de inversión por clase de título.
  
5. Analizar la disponibilidad de títulos en base a los requerimientos de un perfil conservador de largo plazo.
  
6. Realizar un análisis financiero y no financiero de los títulos preseleccionados.

7. Conformar un portafolio de inversión con títulos de renta fija y renta variable que se ajusten a los requerimientos del inversor y a las condiciones del mercado.

### **1.3 ALCANCE DEL ESTUDIO**

El alcance del presente estudio consiste en analizar qué tan conveniente resulta invertir en el mercado bursátil ecuatoriano; cuáles son las distintas alternativas de inversión que brindan las bolsas de valores en nuestro país, basadas en las directrices obtenidas de la aplicación de un análisis fundamental denominado Top Down, para un perfil conservador de largo plazo.

## **CAPÍTULO 2. METODOLOGÍA**

### **2.1 ANALISIS TOP DOWN**

El análisis fundamental (B. Graham y D. Dodd, 1934) tiene como objetivo descubrir el valor real de los títulos y se caracteriza por realizar inicialmente un estudio macroeconómico para saber la realidad del país y en qué ciclo económico se encuentra actualmente, seguido a su vez por la determinación de porcentajes de inversión por clase de título. Luego se realiza la selección de sectores, es decir, en base a la información obtenida anteriormente, se elegirá en qué sectores económicos sería mejor invertir, dependiendo del ciclo económico en el que se encuentre nuestro país.

El modelo Top Down es un tipo de análisis fundamental en el que se considera que los factores macroeconómicos son los que afectan al movimiento de la Bolsa de Valores en el largo plazo, mostrando el comportamiento de la economía.

Podemos dividir el análisis Top Down en tres etapas:

- Análisis macroeconómico del país
- Análisis sectorial
- Selección de empresas a invertir



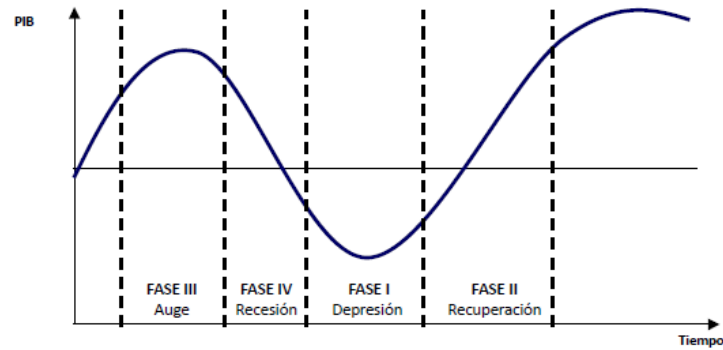
### **2.1.1 ANÁLISIS MACROECONÓMICO**

Las principales variables macroeconómicas que afectan la evolución de las Bolsas de Valores son: el crecimiento económico, la inflación, los tipos de interés, la política monetaria y fiscal, la balanza de pagos y la actividad económica.

Por otra parte, el crecimiento económico de un país se puede estimar a partir de la relación entre variables como son: el Producto Interno Bruto, la evolución del consumo, gasto público, inversión, entre otras; es decir, mediante su efecto en conjunto, para de esta manera estimar cuál va a ser su evolución futura. Esto se debe a que una variación positiva en el crecimiento económico implica beneficios en las empresas y por lo tanto mejoras en las cotizaciones en bolsa de valores.

Las fases del ciclo económico son: recuperación, primera expansión, segunda expansión, estancamiento y recesión, las cuales son mostradas a continuación:

### Ilustración 1: Fases de Ciclo Económico

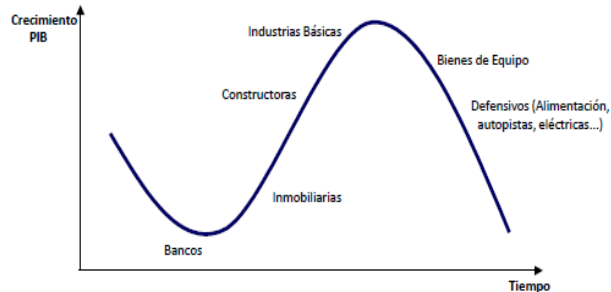


Fuente: Estudios realizados por la Universidad de Cantabria, 2010

#### 2.1.2 SECTORES ECONÓMICOS

Para escoger los sectores económicos más atractivos para realizar la inversión, podemos analizar el ciclo bursátil para definir la tendencia en la que se mueven las cotizaciones y tratar de anticipar el ciclo económico en el que se encuentra el país. El proceso de Inversión Bursátil nos sugiere cuáles serían los sectores más adecuados para invertir y qué porcentajes destinaríamos a cada uno de ellos, dependiendo de la etapa del ciclo económico en la que se encuentre el país, como se muestra en la gráfica a continuación:

## Ilustración 2: Sectores a Invertir



Fuente: Estudios realizados por la Universidad de Cantabria, 2010

### 2.1.3 SELECCIÓN DE EMPRESAS

Una vez obtenidos los resultados de los análisis, ya contamos con suficiente información para realizar la elección de las empresas en las cuales se va a invertir para formar una cartera o portafolio de activos financieros que se adapte a los parámetros escogidos para el inversionista, en conjunto con el horizonte de inversión seleccionado. La elección de las empresas se basa en un análisis de sus estados financieros, así como de la situación en la que se encuentra la empresa actualmente en relación a sus competidores directos, fortalezas en el sector, entre otras.

### 2.1.4 FUENTES SECUNDARIAS

La información se obtendrá de fuentes secundarias divididas en tres partes: para el estudio de la primera etapa del Análisis Top Down, es

decir, de las variables macroeconómicas más relevantes del Ecuador, se tomará información del Banco Central, Servicio de Rentas Internas, Instituto Nacional de Estadística y Censos (INEC), los reportes económicos del FMI, las proyecciones realizadas por la revista británica “The Economist”, entre otras.

Para desarrollar la segunda etapa del análisis Top Down, correspondiente a la selección de sectores económicos a invertir, tomaremos información de la Superintendencia de Compañías, Banco Central y documentos adicionales como estudios de expertos sobre el tema y; finalmente para desarrollar la tercera etapa, la cual corresponde a la selección de empresas, la información será extraída de las Bolsas de Valores del Ecuador, Superintendencia de Compañías, sitios web de las empresas seleccionadas, entre otras.

## **2.2 EMISORES**

El presente estudio se realizó para emisores que cotizan en Bolsas de Valores ecuatorianas mediante un análisis financiero en base a los principales ratios financieros de cada empresa y además a través de un análisis no financiero con el cual definimos la situación del emisor en cuanto a su entorno empresarial.

### 2.2.1 RAZONES FINANCIERAS

Una razón financiera muestra la relación entre 2 o más factores a comparar. Las fórmulas 2.1 hasta 2.9 son obtenidas de Salas, Amat (1997).

Entre las principales razones financieras tenemos:

- Razón de Liquidez
- Razón de administración de activos
- Razón de administración de deuda
- Razón de Rentabilidad

#### *Razón de Liquidez*

La principal función de estas razones es dar a conocer la capacidad que tiene una empresa para poder convertir sus activos en efectivo y con esto poder cumplir con sus deudas en el corto plazo. Entre las razones de liquidez utilizados en este análisis tenemos:

- Razón Circulante: es la capacidad que tiene la empresa para cubrir sus obligaciones en el corto plazo utilizando sus activos que se esperan que se conviertan en efectivo.

$$\text{Ratio Circulante} = \frac{\text{Activo circulante}}{\text{Pasivo Circulante}} \quad (2.1)$$

El valor de esta razón debe situarse entre 1,5 o 2 para que no haya problemas de liquidez. Si es mayor a 2 la rentabilidad de la empresa se ve afectada negativamente ya que algunos activos circulantes no han sido tomados en cuenta para ser invertidos.

Si es igual a 1, la empresa puede cubrir sus deudas dependiendo de su velocidad de cobro o de cómo vende sus inventarios.

#### *Razones de Administración de Activos*

Analizan el nivel de eficiencia de los activos de la empresa. Entre estos tenemos:

- Rotación de Cuentas por Cobrar: determina el tiempo que se demoran las cuentas por cobrar de una empresa convertirse en efectivo.

$$\text{Rotación de Cuentas por Cobrar} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Cuentas por Cobrar}} \quad (2.2)$$

- Rotación de Inventarios: permite saber el número de veces que rota el inventario. Mientras haya mayor rotación de inventarios, habrá mayores ventas con una menor inversión en inventarios.

$$\text{Rotación del Inventario} = \frac{\text{Costo de Ventas}}{\text{Inventarios}} \quad (2.3)$$

- Rotación del Activo Total: este ratio debe ser lo mayor posible, le indica a la empresa que tan eficiente está siendo con la gestión de sus activos.

$$\text{Rotación del Activo Total} = \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo Total}} \quad (2.4)$$

#### *Razones de Administración de Deudas*

Las razones de gestión de deuda permiten a la empresa conocer la carga financiera que podría generarle el endeudamiento. Las razones a utilizarse son:

- Razón de Endeudamiento del Activo: indica cuanta deuda se adquirió para conformar los activos de la empresa. El valor debe

situarse entre 0,4 y 0,6. Si es mayor a 0,6 la empresa está más endeudada y si el ratio es menor que 0,4 la empresa puede tener un exceso de patrimonio.

$$\text{Ratio de Endeudamiento del Activo} = \frac{\text{Pasivo Total}}{\text{Activo Total}} \quad (2.5)$$

- Cobertura de Gastos Financieros: esta razón indica la capacidad que tiene la empresa de hacerle frente a sus pagos de intereses.

$$\text{Cobertura de Gastos Financieros} = \frac{\text{Utilidad antes de Intereses e Impuestos}}{\text{Gastos Financieros}} \quad (2.6)$$

### *Razones de Rentabilidad*

Estas razones dan a conocer a la empresa cuál es su capacidad para generar utilidades en base a las inversiones realizadas. Entre estas razones están:

- Rendimiento sobre la Inversión (ROI): indica la rentabilidad que se espera obtener sobre la inversión que planea hacer o hizo la empresa. Se espera que este ratio sea lo más elevado posible.



$$\text{ROI} = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Activo Total}} \quad (2.7)$$

- Rendimiento sobre el Patrimonio (ROE): esta razón indica si la inversión realizada por los propietarios de la empresa produjo buenas utilidades.

$$\text{ROE} = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Patrimonio}} \quad (2.8)$$

- Margen Neto: Mide cuanta utilidad la empresa obtiene por cada dólar de venta.

$$\text{Margen Neto} = \frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Ventas}} \quad (2.9)$$

### 2.2.2 NO FINANCIEROS

Para realizar el análisis no financiero se utilizó el modelo de las 5 fuerzas de Porter (Porter, Michael 1980), en el cual se estudio a cada una de las empresas para determinar cual es su posición con respecto a sus competidores y rentabilidad con respecto al sector en el que se encuentra, analizando los siguientes puntos:

- Amenaza de entrada de nuevos competidores.

- Rivalidad entre competidores
- Poder de negociación de los proveedores
- Poder de negociación de los compradores
- Amenaza de ingresos de productos sustitutos.

Estas 5 fuerzas nos ayudaron a descubrir que tan posicionadas están las empresas con respecto a sus competidores en el mercado al que pertenece, para así saber cual es su comportamiento en su entorno y determinar su presencia en el mercado y en la mente de los consumidores.

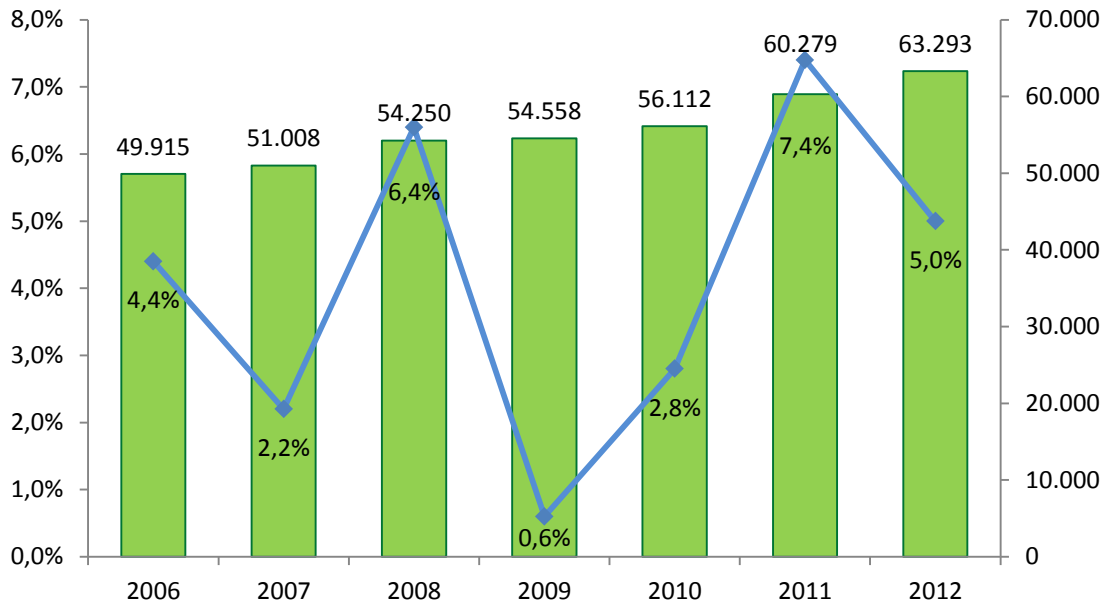
## **CAPÍTULO 3. APLICACIÓN DEL MODELO TOP DOWN**

### **3.1 ANÁLISIS MACROECONÓMICO**

#### **3.1.1 EVOLUCIÓN DEL PIB**

Según datos del Banco Central (2013), en lo que respecta al Producto Interno Bruto ecuatoriano, podemos observar una desaceleración económica bastante considerable entre el año 2008 y 2009 atribuida principalmente a la crisis mundial. A pesar de esto, nuestro país se recuperó de manera impresionante en los años siguientes gracias al incremento en los precios del petróleo, lo cual mermó algunos efectos adversos tales como la caída de las remesas provenientes del exterior, la disminución de la inversión extranjera directa en el sector petrolero, entre otras.

### Ilustración 3: PIB y su Crecimiento Económico periodo 2006 - 2012



Fuente: Boletín Estadístico Macroeconómico del Banco Central, Mayo 2013

En comparación con el crecimiento económico de América del Sur, Ecuador se situó en 5%, medida por encima de la media de la región, la cual fue de un 3,7% según el Banco central y de un 3,1% según la CEPAL, siendo únicamente superado por Perú, Chile y Venezuela.

Nuestro país ha aumentado considerablemente su inversión estatal con la finalidad de obtener un mayor crecimiento económico, aunque si tomamos en consideración los últimos 5 años, podemos notar que este incentivo a la economía, no generó un efecto proporcional en el PIB, el cual ha crecido a una menor proporción que el gasto.

Cabe recalcar que el gasto público ecuatoriano es uno de los más altos de la región, el cual, para el año 2012 representó aproximadamente un 30,5% del PIB del país, situándose por encima de la media de la región, la cual se encuentra en un 22,9% según la CEPAL (2013).

La bonanza petrolera y el aumento en la recaudación de impuestos, ha permitido que el Gobierno Central atienda sectores que han estado abandonados por décadas, lo cual es indiscutiblemente algo necesario. Sin embargo, el gasto público crece considerablemente año a año y no así la producción, lo cual resulta ser algo riesgoso. Las últimas decisiones del gobierno respecto a recortar ciertos gastos, reducir subsidios y explotar el Yasuní, podrían interpretarse como una señal de que enfrentarán problemas para financiar los presupuestos futuros.

Respecto al tema de subsidios, hay que acotar que algunos de estos, como el subsidio al gas, carecen de eficiencia. Prueba de ello es las pérdidas generadas al Estado producto del contrabando de bombonas de gas hacia Perú y Colombia, países en donde el gas no es subsidiado, por lo que debemos reconocer que es necesario focalizar dicho subsidio, independientemente de la necesidad de recursos para financiar el presupuesto.

### **3.1.2 ACTIVIDAD ECONÓMICA**

Según las estadísticas macroeconómicas del Banco Central del Ecuador (2013), entre las principales actividades económicas que contribuyeron con el crecimiento del 5% el PIB en el 2012, figuran el sector de la construcción, el sector educativo y servicios sociales así como también el sector manufactura y Administración Pública.

Según el último censo Nacional Económico (INEC, 2010), la principal actividad económica ecuatoriana, en cuanto al número de establecimientos, corresponde al “comercio al por mayor y menor; reparación de vehículos automotores y motocicletas” con un total de 269.751 establecimientos. Dicha actividad representa un 51,93% del total censado. Seguido de este se encuentra la actividad “servicios” con 181.426 establecimientos, y un 36,26% del total. Y finalmente la actividad manufactura que representa un 9,57% del total, con 47.867 establecimientos.

### **3.1.3 POLÍTICA MONETARIA**

Luego de la dolarización, al no poseer una moneda local, Ecuador perdió la capacidad de aplicar políticas cambiarias, con lo que las funciones del Banco Central se vieron reducidas. Con ello nuestro país perdió competitividad frente al mercado extranjero, al perder la

opción de devaluar su moneda para afrontar crisis internacionales. Sin embargo, esta desventaja ha sido afrontada con la aplicación de una agresiva política comercial proteccionista.

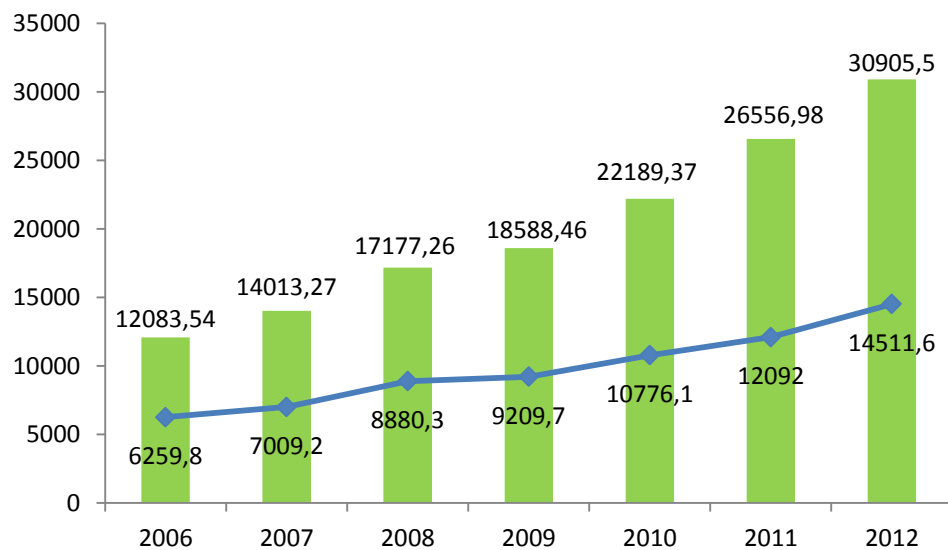
Otra de las políticas aplicadas por el Gobierno Nacional para proteger la dolarización es el impuesto a la salida de divisas, el cual tiene como finalidad frenar la salida de dólares de nuestra economía e incentivar la inversión dentro del territorio nacional. Aunque es necesario mencionar que esto ha generado en ciertos empresarios el deseo de retirar sus inversiones.

Cabe destacar que el gobierno ha mantenido durante estos últimos años una política monetaria expansionista principalmente en lo que se refiere al financiamiento hipotecario, además de un manejo conservador de bajas tasas de interés.

De acuerdo al último reporte emitido por el Banco Central del Ecuador, en lo referente a la Oferta Monetaria, podemos observar que se ha mantenido una tendencia creciente desde el 2006 en adelante, presentando un incremento del 20% durante el 2012. Del mismo modo, la liquidez total ha venido experimentando crecimiento en el mismo periodo de análisis, presentando un incremento del 16,4% para

el año 2012. Estos incrementos son explicados principalmente por aumentos considerables en los depósitos.

#### Ilustración 4: Oferta Monetaria y Liquidez Total periodo 2006 - 2012



Fuente: Boletín Estadístico Macroeconómico del Banco Central, Mayo 2013

#### 3.1.4 POLÍTICA FISCAL

La política tributaria ecuatoriana se ha visto intensificada en los últimos años gracias a la administración gubernamental del presidente Correa, la cual no solo ha logrado una mayor eficiencia en la recaudación de impuestos, sino también ha modificado algunas leyes tributarias e inclusive creado nuevos impuestos tales como el impuesto verde. Esto ha generado diversas críticas en el exterior ya



que al no mostrar reglas de juego claras, ha generado desconfianza en los inversionistas, lo que perjudica tanto a la Inversión Extranjera Directa, como a la generación de nuevos empleos a partir de ésta.

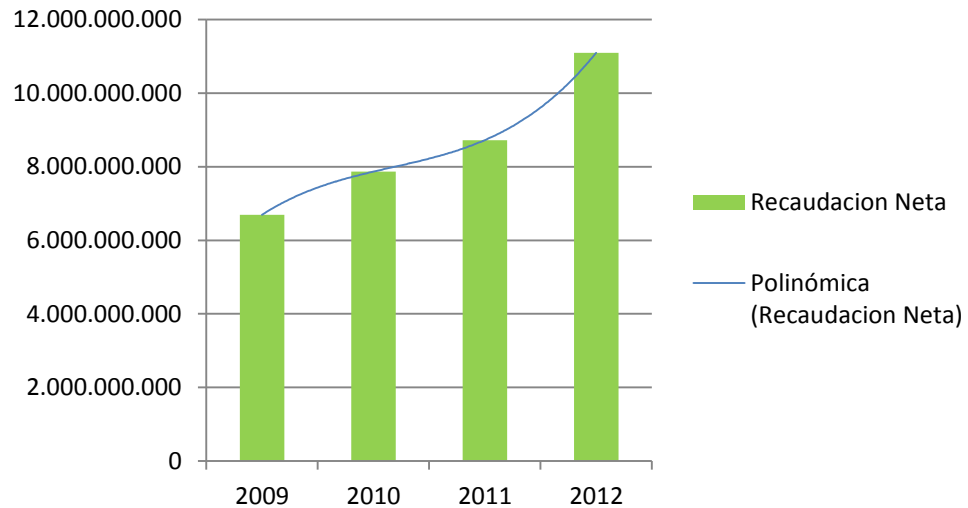
Como podemos observar en el cuadro y la gráfica siguiente, el valor de las recaudaciones de impuestos ha venido incrementándose de manera sostenida desde el periodo 2009 hasta la actualidad.

**Tabla 1: Recaudación Neta periodo 2009 - 2012**

<b>RECAUDACION NETA PERIODO 2009 – 2012</b>				
	<b>Total Efectivo</b>	<b>Devoluciones</b>	<b>Recaudación Neta</b>	<b>VAR% respecto al periodo anterior</b>
<b>2009</b>	6.849.788.472	-156.534.898	6.693.253.574	-
<b>2010</b>	8.357.203.224	-492.535.321	7.864.667.903	17,50%
<b>2011</b>	9.560.993.790	-839.820.494	8.721.173.296	10,89%
<b>2012</b>	11.266.515.247	-173.237.648	11.093.277.599	27,20%

Fuente: Anuario del Servicio de Rentas Internas

### Ilustración 5: Recaudación Neta del SRI periodo 2009 - 2012



Fuente: Anuario Servicio de Rentas Internas

### 3.1.5 INFLACIÓN

En la gráfica adjunta basada en los datos del INEC, podemos fácilmente notar los efectos de la crisis inflacionaria que vivió el Ecuador a finales de la década de los 90, periodo en el que el Ecuador lidiaba con una inflación de más del 95% anual. En los años siguientes, con la dolarización, la tasa de inflación se fue estabilizando hasta situarse a partir del 2004 entre 2,7% y 5% aproximadamente.

Resulta necesario recordar que durante el año 2008 enfrentamos un incremento considerable en la tasa inflacionaria debido principalmente

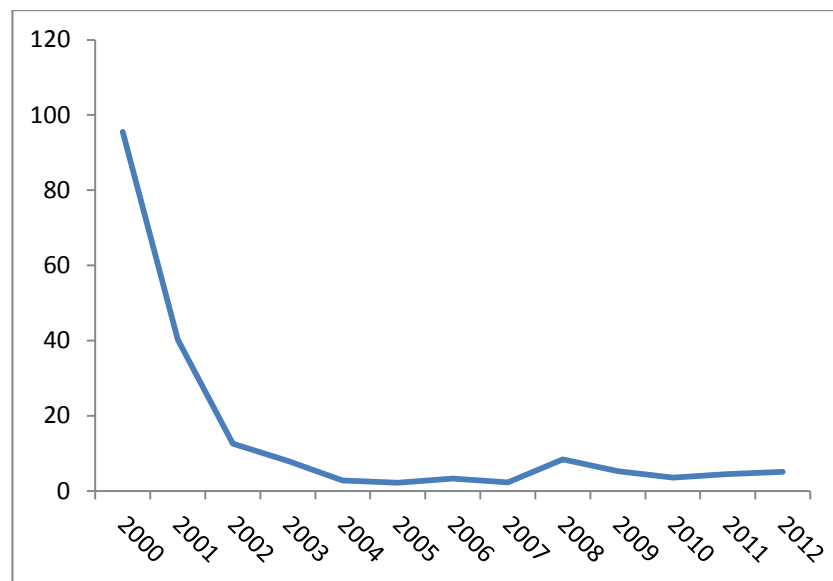
al mal clima que afrontaba el Ecuador, el cual generó una escasez de alimentos disminuyendo la oferta y trayendo como consecuencia un incremento en los precios.

**Tabla 2: Evolución de la Inflación**

Año	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Inflación	95,5%	40,2%	12,6%	7,9%	2,7%	2,1%	3,3%	2,2%	8,3%	5,2%	3,5%	4,4%	5,1%

Fuente: Boletín Estadístico Macroeconómico del Banco Central, Mayo 2013

**Ilustración 6: Comportamiento de la Inflación periodo 2000 - 2012**



Fuente: Boletín Estadístico Macroeconómico del Banco Central, Mayo 2013

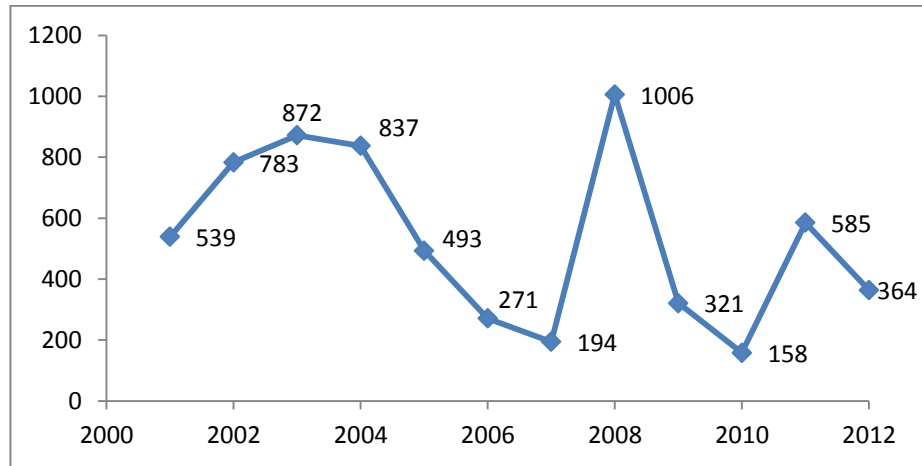
### **3.1.6 INVERSIÓN EXTRANJERA DIRECTA**

En lo que respecta a la inversión extranjera directa según datos del Boletín Anual del Banco Central (2013), podemos observar una caída persistente a partir del año 2003 hasta el 2007. En el año 2008 tenemos una recuperación, explicada por la renovación de las concesiones en el sector telecomunicaciones, con las empresas Conecel de México y Otecel de España.

Para los años siguientes observamos un comportamiento inestable.

Resulta importante señalar que la inversión extranjera directa ecuatoriana es una de las más bajas de la región. Además los datos dejan en evidencia un claro decrecimiento en la confianza de los inversores internacionales en el desarrollo de nuestro país, ya sea por inestabilidad política y jurídica, por desinterés en concretar tratados de comercio con otros países o por la falta de reglas claras.

### Ilustración 7: Inversión Extranjera Directa



Fuente: Boletín Estadístico Macroeconómico del Banco Central, Mayo 2013

Otro factor que ha incidido de manera importante en lo que respecta a la inversión extranjera directa es el tipo de política establecida por el actual régimen, el cual desde su primera administración, ha tomado decisiones que en determinados momentos han disminuido la confianza necesaria para invertir en nuestro país. Un claro ejemplo de esta situación es la declaración de moratoria unilateral de pago de deuda de Bonos 2012 y 2030 por considerarse ilegítima. Esta decisión hizo que los bonos ecuatorianos pierdan atractivo en el mercado y disminuyan su precio, permitiendo la recompra de la misma en más del 91% mediante subasta inversa.

Resulta importante reconocer que independientemente de la veracidad o falsedad de los alegatos ecuatorianos respecto a la moratoria, el mercado catalogó esta posición como una falta de seriedad en los compromisos adquiridos por parte del Ecuador.

### **3.1.7 EXPORTACIONES**

La gráfica adjunta representa la evolución de las exportaciones ecuatorianas en el periodo 2002 – 2012 según datos del Banco Central (2013). Podemos observar que durante los primeros años del periodo de estudio, las exportaciones petroleras eran menores a las exportaciones no petroleras debido a que, para estos años, el precio del petróleo era bastante bajo respecto al actual.

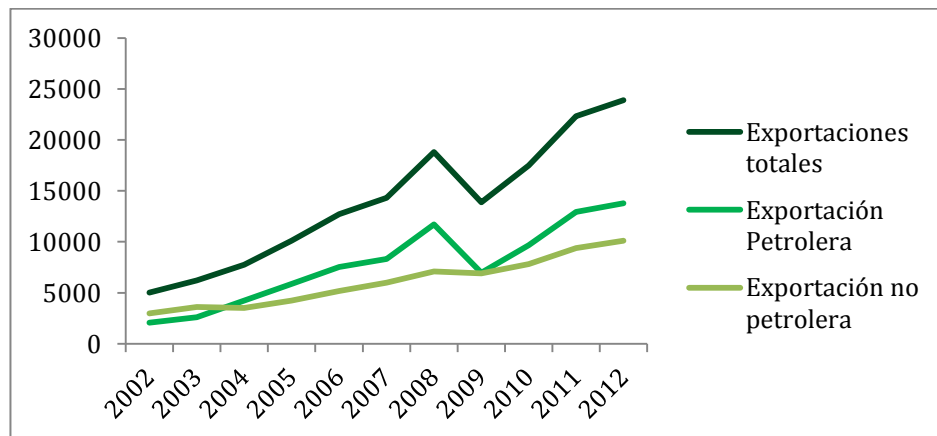
Ecuador obtuvo un crecimiento sostenido desde el 2002 hasta el 2008, tanto en exportaciones petroleras como en no petroleras. Para el 2009 se registra una disminución bastante considerable, debido a la crisis mundial que afectó principalmente al sector petrolero, el cual disminuyó en más del 40% respecto al año anterior. Para los años siguientes observamos una recuperación de las exportaciones.

**Tabla 3: Exportaciones Ecuatorianas 2002 - 2012**

Año	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
<b>Exportaciones totales</b>	5036,1	6222,7	7752,9	10100	12728	14321	18818	13863,1	17490	22322	23899
<b>Exportación petrolera</b>	2055	2606,9	4234	5869,8	7544,5	8328,6	11721	6964,6	9673,3	12945	13792
<b>Exportación no petrolera</b>	2981,1	3615,9	3518,9	4230,2	5183,7	5992,7	7097,7	6898,4	7816,7	9378	10107

Fuente: Boletín Estadístico Macroeconómico del Banco Central, Mayo 2013

**Ilustración 8: Exportaciones periodo 2002 - 2012**



Fuente: Boletín Estadístico Macroeconómico del Banco Central, Mayo 2013

### 3.1.8 EXPORTACIÓN DE PETRÓLEO

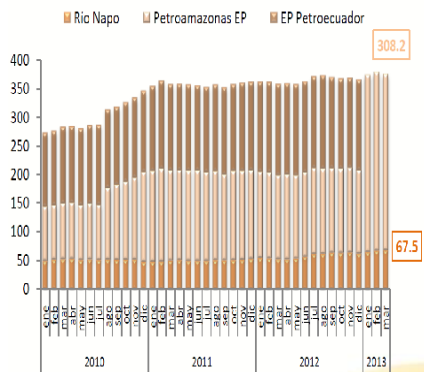
Las exportaciones de petróleo resultan ser para Ecuador una de las principales fuentes de financiamiento de su presupuesto anual, de manera que su crecimiento económico y la continuidad de sus

políticas sociales están bastante ligados al comportamiento del precio del crudo en el mercado.

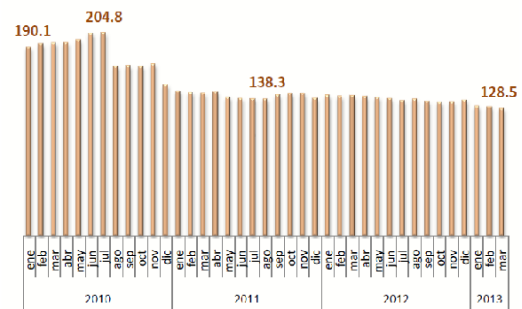
Como podemos observar en la gráfica adjunta, la producción diaria de Petroecuador, Petroamazonas EP y Operadora Río Napo ha venido incrementándose desde el 2010, así como también es notable la disminución en la producción de las compañías privadas durante el mismo periodo.

### Ilustración 9: Producción Diaria de Petróleo

**A.** PRODUCCIÓN DIARIA DE EP PETROECUADOR, PETROAMAZONAS EP Y OPERADORA RÍO NAPO  
Miles de barriles, 2010-2013



**B.** PRODUCCIÓN DIARIA DE LAS COMPAÑÍAS PRIVADAS  
Miles de barriles, 2010-2013



Fuente: Boletín Estadístico Macroeconómico del Banco Central, Mayo 2013

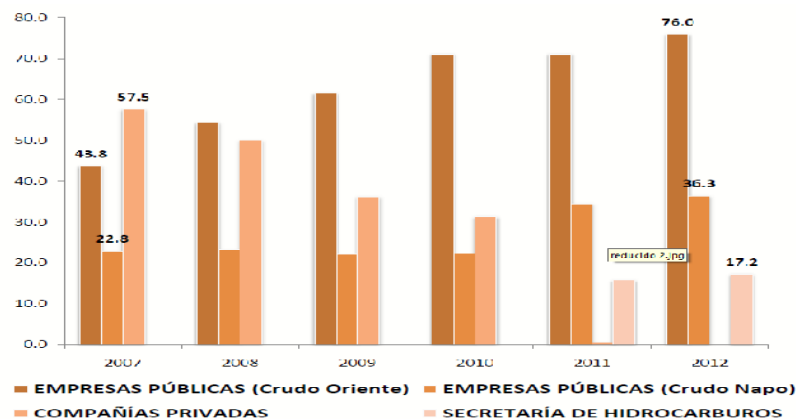
También podemos observar que el volumen de exportaciones petroleras se ha venido incrementando así como también el beneficio para las



empresas públicas luego de la renegociación de contratos petroleros, en donde se establece la modalidad de servicios. Por ello a partir del 2011 las empresas privadas ya no exportan.

### Ilustración 10: Exportaciones de Petróleo, Empresas Privadas y Públicas

**EXPORTACIONES DE PETRÓLEO DE LAS EMPRESAS PÚBLICAS Y DE LAS CÍAS PRIVADAS**  
(Millones de barriles)



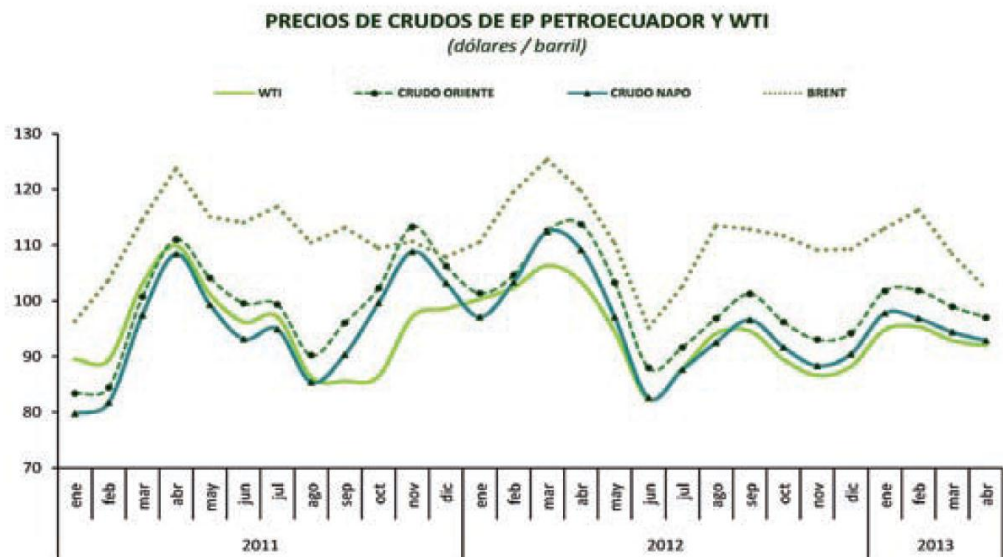
Fuente: Banco Central del Ecuador (2013)

Para este año, el gobierno ha fijado un precio promedio de 79.70 por barril de crudo para financiar su presupuesto, aunque los pronósticos son poco alentadores. Según expertos consultados a través de medios informativos tales como “El nuevo Herald”, se espera una caída en la demanda del crudo, debido a la difícil situación que se vive en Europa, a la ralentización de China, el cual es el segundo en la lista de los

principales consumidores de petróleo en el mundo, además de los posibles cambios en la política monetaria expansiva estadounidense, algo desfavorable para los países petroleros.

Los miembros de la OPEP han tomado la decisión de mantener su oferta de treinta millones de barriles de crudo diarios con la finalidad de defender el precio, aunque existe bastante incertidumbre en el mercado. Como podemos observar en la gráfica, el precio del petróleo en estos últimos meses ha tendido a la baja.

### Ilustración 11: Precios de Crudos de EP Petroecuador y WTI

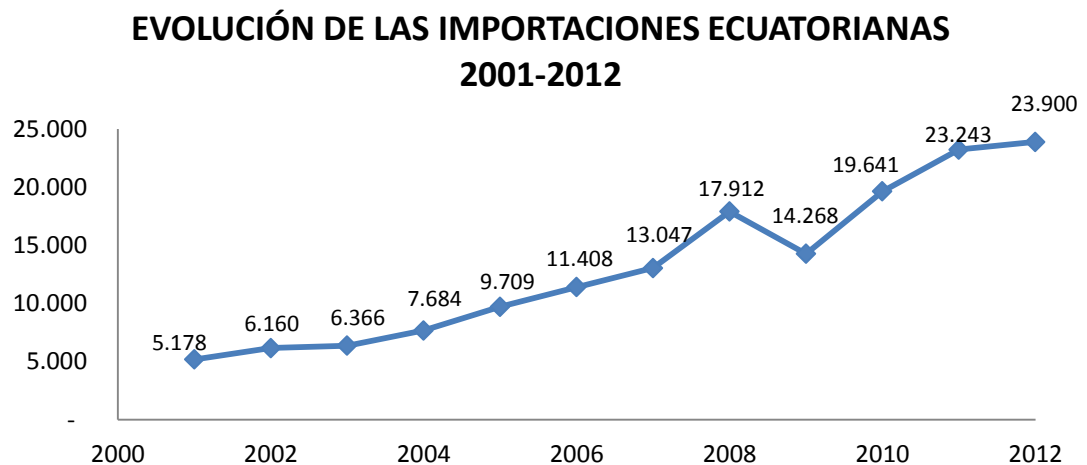


Fuente: Banco Central del Ecuador (2013)

### 3.1.9 IMPORTACIONES

Además del crecimiento de las exportaciones petroleras, existe un incremento constante de las importaciones, lo cual podría ser explicado en cierta parte por el excesivo gasto público, generando un exceso de liquidez, la cual aumenta la demanda efectiva de bienes que resulta incapaz de satisfacerse con la oferta nacional, por lo que esto se traduce en un incremento de las importaciones.

**Ilustración 12: Evolución de Importaciones periodo 2001 – 2012**



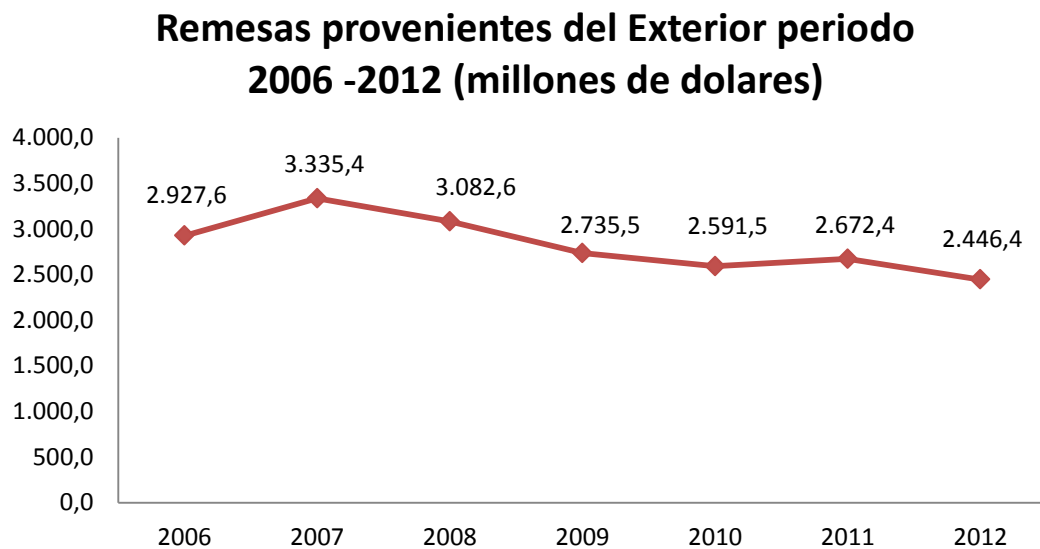
Fuente y Gráfico: Banco Central del Ecuador

### 3.1.10 REMESAS PROVENIENTES DEL EXTERIOR

En lo que respecta a las remesas, podemos observar, según información del Banco Central, una disminución atribuida

principalmente a la crisis mundial, la cual ha azotado a muchos de nuestros migrantes en Europa. Muchos de los ecuatorianos residentes en España han perdido sus trabajos y quienes aún los conservan están incentivados a ahorrar debido a la incertidumbre que se vive en ese país.

**Ilustración 13: Remesas Provenientes del Exterior periodo 2006 – 2012**

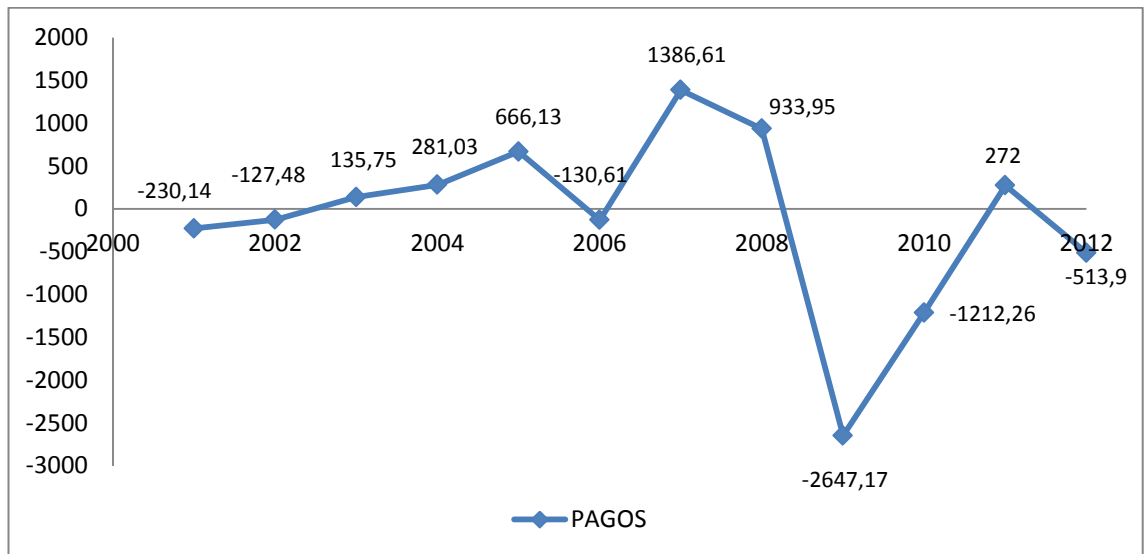


Fuente: Boletín Anual del Banco Central del Ecuador

Finalmente tenemos la evolución de la Balanza de pagos que resulta de la cuenta corriente, la cuenta de capital y financiera, en donde observamos una recuperación a partir del año 2009 hasta el 2011,

situándose finalmente con saldo negativo que asciende a -513,9 millones para el año 2013.

**Ilustración 14: Balanza de Pagos periodo 2001 - 2011**

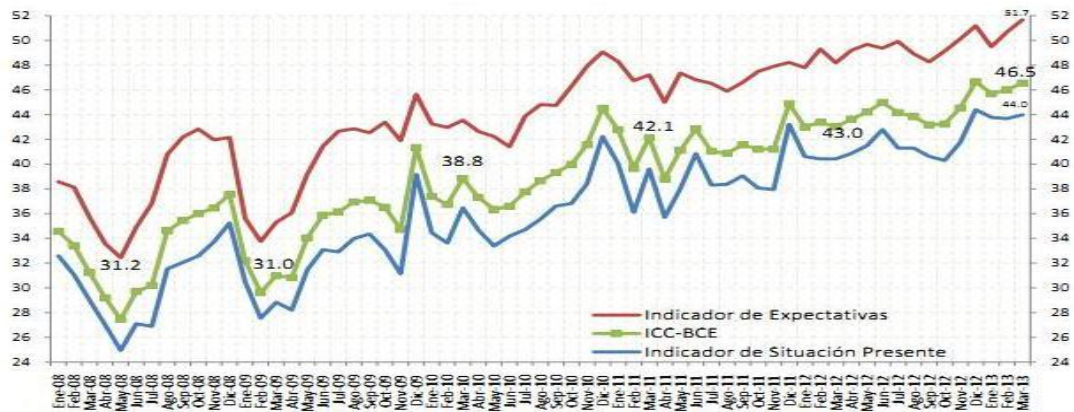


Fuente: Banco Central del Ecuador

### 3.1.11 ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR

El gráfico muestra el índice de confianza del consumidor, el indicador de expectativas y el indicador de la situación presente del Ecuador. El índice de confianza del consumidor ha venido aumentando de modo similar a las expectativas de los consumidores. Esto se debe a los incrementos salariales, la estabilidad política del país, el crecimiento de la economía y de manera consecuente, el crecimiento de plazas de empleo.

### Ilustración 15: Índice de Confianza al Consumidor



Fuente y gráfico: Banco Central del Ecuador

#### 3.1.12 ÍNDICE DE CONFIANZA EMPRESARIAL

El Índice de Confianza Empresarial adjunto, es un análisis realizado por la compañía Deloitte (2013) que muestra, mediante la realización de encuestas a ejecutivos de las 200 mejores empresas del país, la apreciación que estos tienen acerca del entorno en el que operan. Dichas encuestas son referentes a la inflación, tasas de interés, inversión extranjera, evolución y proyecciones de ventas, mercado laboral, situación económica, política y social del país, etc.

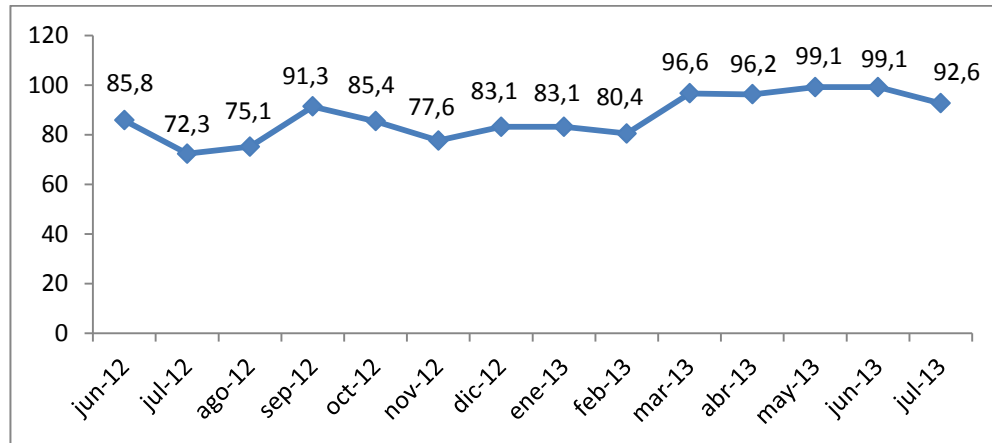
En el último estudio realizado en Julio del 2013, la mayoría de los encuestados esperan que la inflación y las tasas de interés se

mantengan estables. Otro dato importante obtenido es que ellos perciben que sus ventas acumuladas en relación al año anterior se han visto incrementadas y además existe bastante optimismo por la visita del presidente a los países de la Unión Europea, principalmente Alemania, Italia y España en búsqueda de acuerdos comerciales. También consideran positiva la decisión de crear el Ministerio de Comercio Exterior para trabajar en mejoras de la balanza comercial. Por estos motivos, en dicho mes, Ecuador se sitúa en 92.6 puntos de los 250 posibles, manteniéndose en las más altas puntuaciones de los últimos años.

En la gráfica podemos observar la evolución del Índice Empresarial Ecuatoriano según Deloitte (2013), lo cual sugiere un entorno empresarial cada vez más estable.

## Ilustración 16: Evolución del Índice de Confianza Empresarial

Deloitte



Fuente: Reporte mensual Deloitte, a Junio 2013

### 3.1.13 ÍNDICE DE ACTIVIDAD ECONÓMICA COYUNTURAL

El Índice de Actividad Económica Coyuntural describe cuanto varía la actividad económica de un país en relación a un determinado grupo de variables, cubriendo la mayor cantidad de actividades económicas y de esta manera proyectando el rumbo que está tomando un país.

En lo que respecta al índice de actividad Económica ecuatoriano calculado por el Banco Central (2013), este está constituido por 12 indicadores que conforman aproximadamente un 70% de la producción real.



En el gráfico adjunto se puede observar la serie bruta mensual y su línea de tendencia, la cual muestra un crecimiento sostenido desde el 2010 debido principalmente a los altos precios del petróleo. Sin embargo, a partir del 2013 existe una disminución de la actividad económica lo cual sugiere una desaceleración de la economía.

**Ilustración 17: Evolución del Índice de Actividad Económica Coyuntual**

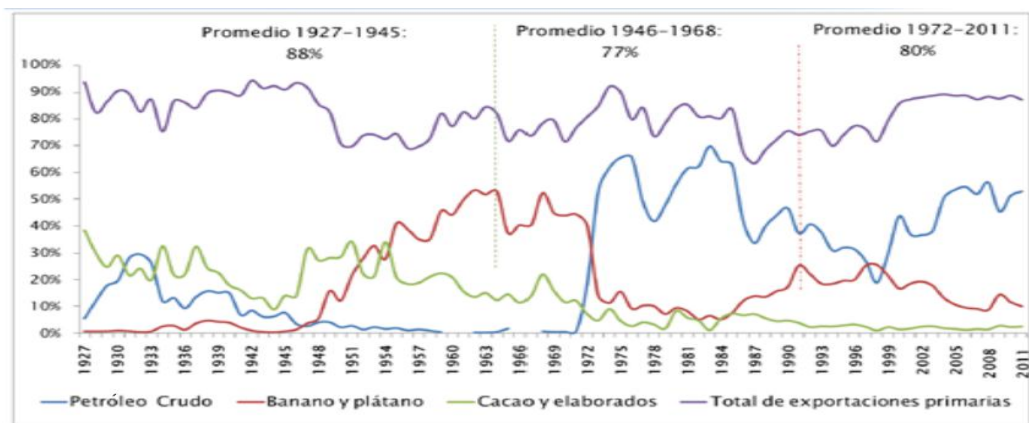


Fuente y gráfico: Banco Central del Ecuador

### 3.1.14 MATRIZ PRODUCTIVA

Básicamente la característica principal de la economía ecuatoriana radica en la exportación de materia prima y la importación productos terminados. A continuación se muestra un gráfico de las matrices productivas utilizadas en Ecuador.

**Ilustración 18: Cambios en la Matriz Productiva**



Fuente: Folleto informativo de transformación de la Matriz Productiva, Senplades, 2013

Según información obtenida del folleto informativo titulado “Transformación de la Matriz Productiva” de la Secretaria Nacional de Planificación y Desarrollo (Senplades, 2012), el país ha pasado por 2 etapas de matriz productiva:

La primera fue totalmente agropecuaria, en donde los productos que más se exportaban eran cacao y banano. Esta matriz fue la que más tiempo se utilizó, prácticamente desde la colonia hasta 1972; la segunda matriz, gracias al boom petrolero, ya no solo es agropecuaria sino también petrolera. Esta matriz es la que prima hasta la fecha.

Basándose en esta situación, actualmente se está construyendo una nueva matriz en donde se busca que Ecuador cambie este patrón por uno en donde produzca y exporte bienes o servicios, es decir, que Ecuador entre totalmente a la etapa de industrialización. Para lograr esto, analistas<sup>1</sup> recomiendan incluir a las empresas privadas para saber la visión que tienen con respecto a este tema, para que no solo sean empresas estatales las que se encarguen de producir y exportar estos productos, sino también el sector privado y de esta manera se pueda promover tanto la inversión local como la extranjera.

La matriz denominada “Nueva Matriz Productiva” estará conformada por 14 sectores productivos y 5 industrias estratégicas:

---

<sup>1</sup> *Mauricio Dávalos, Marco Navas (Mayo, 2013)*

**Tabla 4: Cuadro de Industrias Priorizadas**

Industrias Priorizadas
1) Alimentos frescos y procesados
2) Biotecnología (bioquímica y biomedicina)
3) Confecciones y calzado
4) Energías renovables
5) Industria farmacéutica
6) Metalmecánica
7) Petroquímica
8) Productos forestales de madera
9) Servicios ambientales
10) Tecnología (software, hardware y servicios informáticos)
11) Vehículos, automotores, carrocerías y partes
12) Construcción
13) Transporte y logística
14) Turismo

**Tabla 5: Industrias Estratégicas**

Industrias Estratégicas
1) Refinería
2) Astillero
3) Petroquímica
4) Metalurgia (cobre)
5) Siderúrgica

Fuente: Secretaría Nacional de Planificación y Desarrollo

En síntesis lo que busca la nueva matriz productiva es diversificar, crear valor agregado industrializando, crear nuevas industrias y aumentar las exportaciones, así como también promover la inversión y el desarrollo de infraestructura y nuevas tecnologías. Las principales críticas que analistas económicos han realizado en relación a este tema se centran en el corto periodo de tiempo de transición hacia este cambio. Ya que se considera que dicho cambio resultaría brusco para la economía ecuatoriana.

## **3.2 SELECCIÓN DE PORCENTAJES A INVERTIR SOBRE TIPOS DE TÍTULOS**

### **3.2.1 PERFIL DEL INVERSIONISTA**

Previo a la selección de la cartera de inversión se debe tomar en cuenta un factor muy importante, el cual es la descripción del tipo de inversionista, ya que este va a decidir que enfoque tendrá nuestra decisión al elegir los activos que conformarán parte de nuestra cartera de inversión, teniendo en cuenta riesgo, rentabilidad y el horizonte de inversión establecido.

Dado que el capital disponible para invertir será de un fondo llamado ESPOC – Fondo Complementario Previsional Cerrado (EFCPC); al ser este un Fondo de inversión, lo que se quiere principalmente es conservar el capital. Por este motivo refleja la actitud de personas que no están dispuestas a poner en riesgo su dinero invirtiendo en productos con rentabilidades muy volátiles, más bien quieren asegurarlo, es decir, este inversionista está dispuesto a sacrificar rentabilidad con tal de disminuir el riesgo que implique la inversión, por lo que tomaría riesgos moderados al no ser dinero propio.

Por lo tanto el perfil del Inversionista será conservador ya que su enfoque es lograr maximizar la rentabilidad sujeto a un nivel de riesgo limitado, es decir, seleccionar activos que protejan el capital a invertir; entonces sería prioritario la elección de títulos de renta fija, debido a que proponen devolver el capital invertido y adicionalmente una mayor rentabilidad con respecto a sus cupones. Por otra parte, también resulta conveniente invertir un porcentaje menor en acciones siempre y cuando estas tengan una proyección de crecimiento en un horizonte de largo plazo.

### **3.2.2 FONDO ESPOL**

ESPOL Fondo Complementario Previsional Cerrado (EFCPC), aprobado mediante resolución del 24 de octubre del 2005 y publicado en el Registro Oficial el 7 de diciembre del 2005 según sus estatutos, es un fondo de patrimonio autónomo, de carácter privado, de beneficio social y sin fines de lucro, que tiene como principal objeto social, el otorgar a sus miembros una Pensión Jubilar Complementaria (PJC), entre otros beneficios contemplados en su reglamento.<sup>2</sup>

---

<sup>2</sup>*Mediante Estatuto reformado en Asamblea General de Partícipes del EFCPC en sesión celebrada el 26 de enero del 2012.*

Para dar cumplimiento a este objetivo, dicho fondo realiza inversiones y otorga créditos con el capital que este administra, el cual proviene de la aportación voluntaria del 12% de la remuneración mensual unificada de sus miembros, los cuales deben ser profesores, servidores y trabajadores de la Escuela Superior Politécnica del Litoral que posean nombramiento o contrato indefinido y que acepten seguir los reglamentos impuestos en el Estatuto y las aportaciones correspondientes.

### **3.2.3 SITUACIÓN DEL PORTAFOLIO ACTUAL**

Como podemos observar en la tabla adjunta, a diciembre del 2012 el fondo ESPOL poseía un portafolio de inversiones muy poco diversificado al mantener más del 55% del capital invertido en el sector bancario mediante Certificados de Depósito. De esta manera, el portafolio afronta un riesgo mayor a cambio de una rentabilidad que resulta menor a la que podría obtener a través de la desintermediación financiera.<sup>3</sup>

El fondo se ha mantenido renovando consecutivamente los certificados de depósito. Un 6,73% del capital disponible se ha asignado a inversiones en REPOS, los cuales son operaciones

---

<sup>3</sup> *Informe de Saldo del EFCPC, elaborado por el Econ. Washington Macías Rendón, 2013*

realizadas con un acuerdo de recompra, fijando de manera anticipada el precio y el lapso de tiempo para el cual se realizará dicha transacción.

**Tabla 6: Portafolio Antiguo del Fondo ESPOL**

<b>FONDO ESPOL</b>		
<b>Portafolio de Inversiones</b>		
<b>Tipo de Inversión</b>	<b>Monto Actual</b>	<b>Porcentaje</b>
<b>Inversiones CD</b>	\$ 12.999.969,96	55,83%
<b>REPOS</b>	\$ 1.567.800,00	6,73%
<b>Acciones</b>	\$ 514.000,00	2,21%
<b>Créditos</b>	\$ 8.202.185,20	35,23%
<b>TOTAL</b>	<b>\$ 23.283.955,16</b>	<b>100,00%</b>

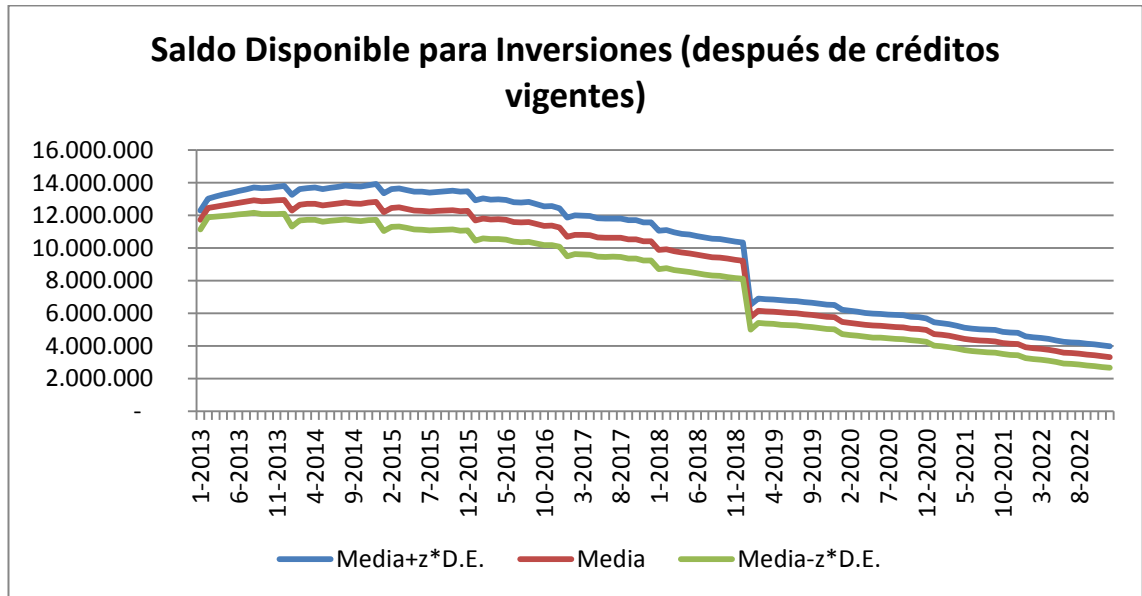
Fuente: Macías, Washington (2012)

### **3.2.4 PORCENTAJES DE INVERSIÓN POR CLASE DE TÍTULO**

La gráfica adjunta muestra la proyección de los saldos disponibles del Fondo ESPOL a través del tiempo a un intervalo del 95% de confianza.



**Ilustración 19: Saldo Disponible para Inversionistas (después de Créditos Vigentes)**



Fuente: Macías, Washington (2012)

Dicha proyección se realizó tomando en consideración los siguientes puntos:<sup>4</sup>

- 1. El saldo aumenta cada mes con las aportaciones de los partícipes, equivalentes al 5% de su sueldo aportable.**

<sup>4</sup>Documentación obtenida de "Proyección de los saldos disponibles para inversiones del Fondo Complementario Previsional Cerrado de la ESPOL – EFCPC"

Periodo: Enero- 2013 – Diciembre 2022. Por: Econ. Washington Macías Rendón

- 2. El saldo también aumenta por los intereses generados por los créditos vigentes, a una tasa de interés del 8% nominal anual.**
  
- 3. Note que en el caso de las inversiones de largo plazo, si bien se debe registrar contablemente la rentabilidad originada del cambio de valor de mercado de las inversiones, esto no implica necesariamente ingresos de flujo de efectivo. El flujo de caja que se podría recibir proviene de cupones de intereses y amortizaciones de capital, que aún no se conocen hasta que se determine las inversiones en títulos de renta fija a largo plazo.**

**En todo caso, al no considerar los ingresos de este numeral se está asumiendo un escenario conservador para la planificación de las inversiones.**

- 4. Al cumplir con cualquiera de las condiciones de jubilación o retiro, el partícipe retiraría el valor acumulado en su cuenta individual, menos los saldos de obligaciones que tuviera. Esto también es un supuesto conservador, en vista de que algunos retirarán en forma de pensiones, lo**

que implica que se mantienen recursos dentro del Fondo para invertir.

5. Se estimó una probabilidad de que los partícipes que aún no cumplen las condiciones para reclamar la pensión por jubilación, se acojan al retiro voluntario en cada año. En estos casos, el partícipe pierde el aporte patronal (de acuerdo con el Estatuto)<sup>5</sup>, el cual se mantiene dentro del saldo disponible del Fondo, así como el saldo de las obligaciones que tuviera.
6. Se incluyó también las probabilidades de mortalidad por edad. Al fallecer un partícipe se produce un retiro de sus valores acumulados menos cualquier obligación que tenga.
7. Se restó los gastos administrativos proyectados (promedio) por mes.
8. Para obtener el saldo disponible para inversiones se ha restado el monto de créditos (específicamente el saldo de

---

<sup>5</sup>Mediante Estatuto reformado en Asamblea General de Partícipes del EFCPC en sesión celebrada el 26 de enero del 2012.

capital) vigentes a cada mes, ya que es un capital que, al estar invertido en créditos, no puede ser invertido en otros títulos. Recordemos que se consideró que, una vez que cada partícipe se jubile, se retire voluntariamente, o fallezca, y por lo tanto se produzca el retiro de su cuenta, se mantendría en el Fondo el saldo de cualquier obligación pendiente (numerales 5, 6 y 7). Esto es equivalente a que el partícipe pague el saldo de su obligación a la fecha con el dinero de su cuenta, por lo cual, ese saldo queda liberado y disponible para otras inversiones.

#### **9. No se asumió el ingreso de nuevos.**

Podemos observar una caída notable para el año 2019 en la proyección de los saldos disponibles debido a que en este año se cumplen los 30 años del primer grupo de aportantes del fondo por lo que se espera la salida de al menos 40 participantes. Al final del periodo analizado se proyecta un valor de 3,33 millones con un límite inferior del intervalo de 2,66 millones.

De acuerdo al perfil conservador del inversor y teniendo en cuenta nuestro horizonte de inversión a largo plazo, se podría evaluar la posibilidad de invertir en derivados financieros ya que estos protegerían el portafolio ante posibles pérdidas de valor de los títulos, pero actualmente en el Ecuador no contamos con un mercado de derivados por lo cual esta opción queda descartada, entonces la mejor opción es colocar la mayor parte del saldo en títulos de renta fija de diferentes sectores económicos y de alta calificación crediticia; verificando que no exista una alta correlación entre sectores por efectos de diversificación del portafolio ya que así podremos devolver el capital invertido a los participantes que se retiren del fondo en cierto plazo. Adicionalmente asignaremos un porcentaje menor a las acciones con expectativas de crecimiento de largo plazo y el saldo restante en activos líquidos para cubrir costos administrativos.

La tabla adjunta contiene los valores de saldo disponible proyectados por periodo, por clase de título y su respectivo porcentaje de inversión, tomando en consideración el potencial retiro por la jubilación de alrededor de 40 participantes para el año 2019.

**Tabla 7: Montos a Invertir por Títulos**

		sep-13	dic-18	ene-19	dic-22
Saldo Disponible (V.E.*) US\$		11.723,163	9.224,653	5.774,455	3.327,240
		% del Saldo Disponible			
Tipo de titulo	US\$	sep-13	dic-18	ene-19	dic-22
Acciones	\$ 500,00	4,3%	5,4%	8,7%	15,0%
Títulos renta fija a 5 años	\$ 5.400,00	46,1%	58,5%	34,6%	60,1%
Nuevos Créditos	Creciente	0,9%	5,6%	9,1%	24,1%
Porcentaje en CDs	Variable	48,8%	30,4%	47,6%	0,8%
Total		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: Reporte del EFCPC.

La tabla presentada previamente fue realizada considerando los siguientes parámetros<sup>6</sup>:

**\* Se tomó como referencia el valor esperado de la variable.**

**\*\* Debido a la falta de disponibilidad de títulos de renta fija a 10 años ofertados en la Bolsa de Valores que se ajusten a nuestro perfil de riesgo, no se ha asignado un porcentaje de inversión en**

<sup>6</sup> *Mediante Informe de Saldos del ESPOL Fondo Complementario Previsional Cerrado durante el periodo de Enero 2013-Diciembre2022 por Econ. Washington Macías Rendón*

dichos títulos, por lo que solo realizaremos inversiones en aquellos que tienen un plazo a 5 o 6 años.

El porcentaje de inversiones a un plazo máximo de 6 años de vencimiento, tiene como principal objetivo el atender los requerimientos de inicios del 2019 Tipo de papel: obligaciones corporativas, titularizaciones de contenido crediticio.

\*\*\* Recordemos que el saldo disponible ya resta el saldo de los créditos vigentes a la fecha de cálculo. Por lo tanto, este rubro corresponde al saldo de inversiones en nuevos créditos, lo que dependerá de la demanda de los partícipes y de que cumplan con las políticas de otorgamiento de crédito vigentes. Como referencia, a diciembre del 2012, los créditos con los partícipes equivalían a un poco más del 30% del saldo agregado en las cuentas de los partícipes. Se estima que con las nuevas restricciones, este porcentaje llegue a un 25% como máximo.

\*\*\*\* El rubro destinado a certificados de depósitos (CDs) es la parte más líquida de la inversión, que va reduciendo su peso en el portafolio a medida que se atiende la demanda por créditos. En la práctica, esta suma puede aumentar debido a que, como se explicó en los supuestos, pueden ocurrir los siguientes eventos: (i) pueden entrar nuevos partícipes, y (ii) aquellos que se retiran pueden hacerlo mediante pensiones mensuales, lo que permite que existan

**más fondos disponibles para inversión. A medida que pasan los meses, la Administración del Fondo podría estimar de mejor forma los requerimientos por créditos, así como la disponibilidad de más recursos por los eventos mencionados, para que pueda redefinir el monto de inversión en este tipo de activos y planificar los vencimientos de manera que siempre pueda contar con los recursos para sus necesidades.**

**En todo caso, la proyección realizada trata de aplicar los supuestos más conservadores para que la planificación de inversiones de largo plazo no impida la atención de las necesidades de recursos que tenga el fondo. (Macías, Washington, 2013, pp. 5-6)**



### 3.3 SECTORES A INVERTIR

#### 3.3.1 SECTORES A INVERTIR: SEGÚN PORCENTAJE DE PARTICIPACIÓN EN EL PIB

Tabla 8: Producto Interno Bruto por Actividad Económica

PRODUCTO INTERNO BRUTO POR CLASE DE ACTIVIDAD ECONOMICA  
Tasas de variación (a precios de 2007)

Ramas de actividad \ Años	2010	2011	2012	2013
CIU CN	(p)	(p)	(p)	(prev)
Cultivo de banano, café y cacao	-8,1	14,2	-5,7	3,0
Cultivo de flores	11,3	9,8	0,4	4,6
Otros cultivos agrícolas	2,7	-0,5	1,2	1,8
Cría de animales	1,3	1,1	-0,4	2,2
Silvicultura, extracción de madera y actividades relacionadas	6,0	5,0	7,0	2,5
Acuicultura y pesca de camarón	18,8	16,9	13,3	9,8
Pesca y acuicultura (excepto de camarón)	-3,7	5,9	3,8	3,3
Extracción de petróleo, gas natural y actividades de servicio relacionadas	0,1	3,4	1,3	4,2
Explotación de minas y canteras	0,1	10,0	6,9	2,5
Procesamiento y conservación de carne	1,5	0,0	-2,0	8,0
Procesamiento y conservación de camarón	19,7	18,2	14,1	10,5
Procesamiento y conservación de pescado y otros productos acuáticos	-4,0	1,0	6,8	5,8
Elaboración de aceites y grasas origen vegetal y animal	0,1	9,4	6,9	11,0
Elaboración de productos lácteos	2,4	3,9	3,8	5,7
Elaboración de productos de la molinería, panadería y fideos	5,4	-1,1	2,7	3,2
Elaboración de azúcar	-1,0	2,5	0,1	6,3
Elaboración de cacao, chocolate y productos de confitería	1,0	-1,4	3,3	5,0
Elaboración de otros productos alimenticios	6,9	1,8	2,4	3,8
Elaboración de bebidas	8,5	8,8	17,9	12,0
Elaboración de tabaco	-5,1	0,7	-3,6	3,0
Fabricación de productos textiles, prendas de vestir; fabricación de cuero y artículos de cuero	3,4	1,8	1,6	5,4
Producción de madera y de productos de madera	9,7	8,9	3,6	8,5
Fabricación de papel y productos de papel	0,5	2,5	1,4	3,0
Fabricación de productos de la refinación petróleo y de otros productos	-23,5	12,8	-19,4	-2,4
Fabricación de sustancias y productos químicos	1,6	5,1	1,4	4,3
Fabricación de productos del caucho y plástico	4,2	9,7	4,0	5,6
Fabricación de otros productos minerales no metálicos	-0,3	6,2	-5,4	4,5
Fabricación de metales comunes y de productos derivados del metal	-4,0	3,1	2,5	6,3
Fabricación de maquinaria y equipo	5,5	14,5	20,2	4,0
Fabricación de equipo de transporte	4,4	1,2	21,3	-12,0
Fabricación de muebles	1,1	0,2	0,4	10,9
Industrias manufactureras ncp	-1,2	-1,5	1,4	2,0
Suministro de electricidad y agua	0,6	28,4	4,5	3,7
Construcción	4,8	21,6	14,0	6,0
Comercio al por mayor y al por menor; y reparación de vehículos automotores y motocicletas	8,1	6,0	3,0	4,1
Alojamiento y servicios de comida	7,5	13,7	12,0	2,7
Transporte y almacenamiento	3,3	7,4	5,7	4,6
Correo y Comunicaciones	-3,0	11,8	7,0	2,9
Actividades de servicios financieros y Financiación de planes de seguro, excepto seguridad social	5,4	11,6	4,2	3,5
Actividades profesionales, técnicas y administrativas	5,0	1,1	2,1	4,2
Administración pública, defensa; planes de seguridad social obligatoria	2,2	4,7	9,3	3,0
Enseñanza	-0,6	2,4	6,8	3,5
Servicios sociales y de salud	3,4	7,5	9,0	3,0
Hogares privados con servicio doméstico	4,2	-5,1	-12,4	1,0
Otros servicios	2,9	4,7	2,3	2,4
Otros elementos del PIB	10,8	13,4	9,8	4,6
<b>PRODUCTO INTERNO BRUTO</b>	<b>2,8</b>	<b>7,4</b>	<b>5,0</b>	<b>4,1</b>

Fuente: Banco Central

Como se puede observar, dado el estado de la economía ecuatoriana y el perfil de inversión, se deberán escoger sectores que ofrezcan una buena rentabilidad y que vayan acorde a nuestro nivel de riesgo. Algunos de los sectores a invertir están sometidos a políticas proteccionistas por lo cual nos va a resultar conveniente invertir en ellos ya que el riesgo al cual nos enfrentaríamos se verá disminuido y va acorde a nuestro perfil de inversión.

Según datos del Banco Central (2013), actualmente los sectores que aportan un gran porcentaje de crecimiento al PIB del Ecuador y por ende se encuentran en auge son: Construcción, el cual en el 2012 aportó un 67% al crecimiento en el FBKF (Incremento de Activos Fijos de los Sectores Público y Privado de la economía), este aporte al crecimiento del PIB se dio debido a la mayor oferta de crédito por parte de empresas privadas y públicas, también por la inversión del estado en carreteras, infraestructura, centrales hidroeléctricas, etc.; Manufactura y Agricultura, estos sectores han aportado al crecimiento del PIB debido a políticas en donde se promueve el consumo de productos elaborados en el país; Electricidad, Comercio, Petróleo y Alojamiento.

### 3.3.2 SECTORES A INVERTIR: SEGÚN PORCENTAJE DE INVERSIÓN DE EMPRESAS PRIVADAS

**Tabla 9: Porcentaje de Inversión en Empresas Públicas**

	<b>2005</b>	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008-2009</b>	<b>2010</b>
Inversión en millones de \$	987,6	1457,4	1630,4	1803	1877,2
<b>Comercio</b>	20,80%	12,20%	26,70%	12,60%	21,30%
<b>Agricultura</b>	5,30%	3,20%		2,70%	6,70%
<b>Industrias</b>	13,20%	11,60%	24,50%	15,10%	32,80%
<b>Construcción</b>	3,10%	4,30%	10,7	4,40%	14,50%

Fuente: Superintendencia de Compañías

#### *Comercio*

Uno de los sectores más importantes que ha contribuido con el crecimiento del PIB en Ecuador es el Comercio. Desde el 2005 hasta el 2010 se puede ver que gran parte de las inversiones por parte de las empresas está destinada al comercio, debido al aumento del poder adquisitivo de la población promedio gracias a la expansión de la economía.

### *Construcción*

Uno de los sectores que más ha aportado al crecimiento económico en estos últimos 3 años es el sector de la construcción. Proyectos de vivienda y de construcción vial son los segmentos más representativos de este sector.

Las facilidades de crédito que han venido brindando tanto empresas privadas como estatales a los consumidores tomando en cuenta el periodo de estabilidad económica desde la adopción del dólar y el incremento del precio del barril de petróleo, han hecho que aumente la demanda de bienes inmuebles.

### *Agricultura*

Gracias a que el Ecuador es uno de los países con más diversidad de ecosistemas, su clima y situación geográfica lo favorece en la producción de productos agrícolas. Últimamente las inversiones en el sector agrícola han venido aumentando considerablemente.

### *Industrial*

El sector industrial, junto con el sector comercial, son los sectores que más han venido aportando al crecimiento de la economía local.

Los segmentos del sector industrial en donde hay más inversión son en el sector farmacéutico, maderero, de procesamiento de alimentos, automotriz, minero y petrolero.

### **3.3.3 SECTORES A INVERTIR: SEGÚN MATRIZ DE CORRELACIÓN DE RENTABILIDADES PATRIMONIALES ENTRE SECTORES**

El procedimiento para la selección de los sectores estratégicos se realizó en base a la teoría de la diversificación de Markowitz(1952), la cual muestra que una correlación negativa entre los rendimientos de cada par de activos que forman la cartera de inversión, hace que disminuya el riesgo de dicha cartera.

Con la finalidad de realizar una correcta diversificación del portafolio de inversiones, realizamos un análisis de correlación de rentabilidades de los sectores estratégicos, para de esta manera escoger como inversiones idóneas, aquellas que se ejecuten en empresas que

pertenezcan a sectores cuyas rentabilidades históricas han mantenido bajas correlaciones entre sí.

Esto debido a que, a pesar de que las empresas escogidas pertenezcan a diferentes actividades económicas, estas pueden responder del mismo modo al entorno en el que funcionan, es decir que pudieran moverse en forma directa o inversamente proporcionales entre si.

Dicho estudio se ha realizado mediante el uso de los datos publicados anualmente por la superintendencia de compañías, tomando como índice de rentabilidad a la rentabilidad patrimonial, calculada de la división entre la utilidad neta y el patrimonio neto de cada sector. De este modo hemos obtenido las siguientes tablas de rentabilidad patrimonial y de correlación de sectores.

### 3.3.4 RENTABILIDAD POR SECTORES

Tabla 10: Rentabilidad Patrimonial por Sectores

RENTABILIDAD PATRIMONIAL POR SECTORES										
Año	Agricultura Ganadería Pesca, Caza y Silvicultura	Minas	Industrias	Electricidad	Construcción	Comercio	Transporte y Comunicaciones	Actividades Inmobiliarias Empresariales	Enseñanza	Hoteles y Restaurantes
2002	-9,96%	-5,39%	9,22%	-7,69%	-2,77%	7,40%	6,62%	-	-	-
2003	-2,27%	3,38%	5,93%	-15,60%	-0,96%	4,87%	7,94%	-	-	-
2004	0,90%	28,75%	7,55%	-6,50%	2,90%	7,62%	8,23%	-	-	-
2005	1,60%	30,70%	9,26%	-7,54%	5,80%	11,30%	3,97%	-	-	-
2006	-1,00%	-20,04%	16,22%	-5,42%	9,46%	14,67%	12,11%	2,57%	12,01%	3,93%
2007	0,76%	35,39%	15,77%	0,74%	9,17%	15,92%	10,53%	3,59%	7,43%	5,67%
2008	-0,92%	27,65%	16,71%	1,42%	7,77%	17,15%	-28,77%	9,17%	3,85%	-3,45%
2009	1,27%	3,69%	16,12%	2,90%	11,94%	17,45%	17,71%	13,66%	10,55%	4,97%
2010	6,87%	29,00%	24,18%	-1,29%	21,83%	26,93%	36,36%	8,17%	14,69%	12,71%
2011	10,45%	29,30%	19,86%	0,99%	15,34%	20,44%	34,22%	10,53%	10,12%	9,85%

Fuente: Datos adquiridos de Superintendencia de Compañías

Basados en datos de la Superintendencia de Compañías, calculamos las rentabilidades históricas por sector con la finalidad de identificar qué sectores son los que presentan un mayor crecimiento.

Los sectores que presentan una rentabilidad más representativa al pasar de los años son el sector de Transporte y Comunicación, seguido por el sector de Minas, el sector de Comercio, el sector Industrial y el sector de Construcción.

### **3.4 SELECCIÓN DE EMPRESAS**

#### **3.4.1 CRITERIOS PARA LA CONFORMACIÓN DE PORTAFOLIO DE INVERSIÓN DE TÍTULOS DE RENTA FIJA**

Con datos obtenidos de las Bolsas de Valores existentes en el Ecuador y dado los plazos y parámetros para la elección de los títulos que conformaran nuestra cartera de inversión, seleccionamos las empresas y analizamos la situación financiera mediante un análisis de los principales ratios.

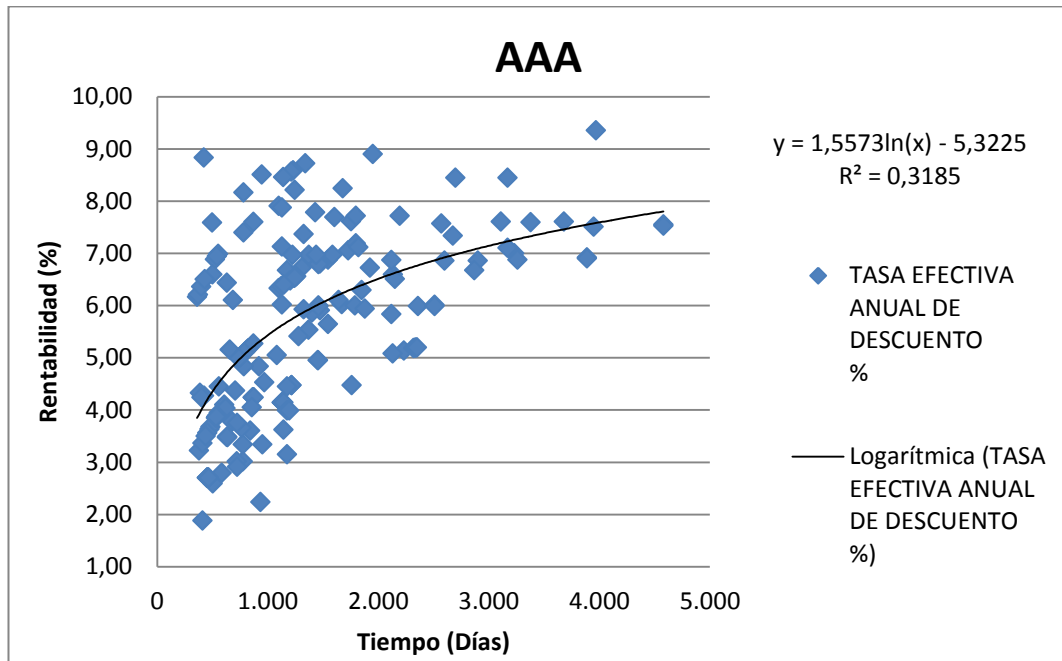
Para la conformación del portafolio de inversiones, debido a que el perfil del inversionista es conservador, hemos utilizado los siguientes criterios:

- Selección de empresas que emitan títulos de renta fija con una calificación de riesgo AA, AA+, AAA- y AAA. Las calificadoras de riesgo son quienes otorgan estas calificaciones a empresas que entre otras condiciones, presenten saldos a favor en sus estados financieros
- Evaluación de sus estados financieros por medio del análisis de sus principales ratios.
- Evaluación no financiera de la empresa, basada en la situación de la empresa con respecto a su entorno.



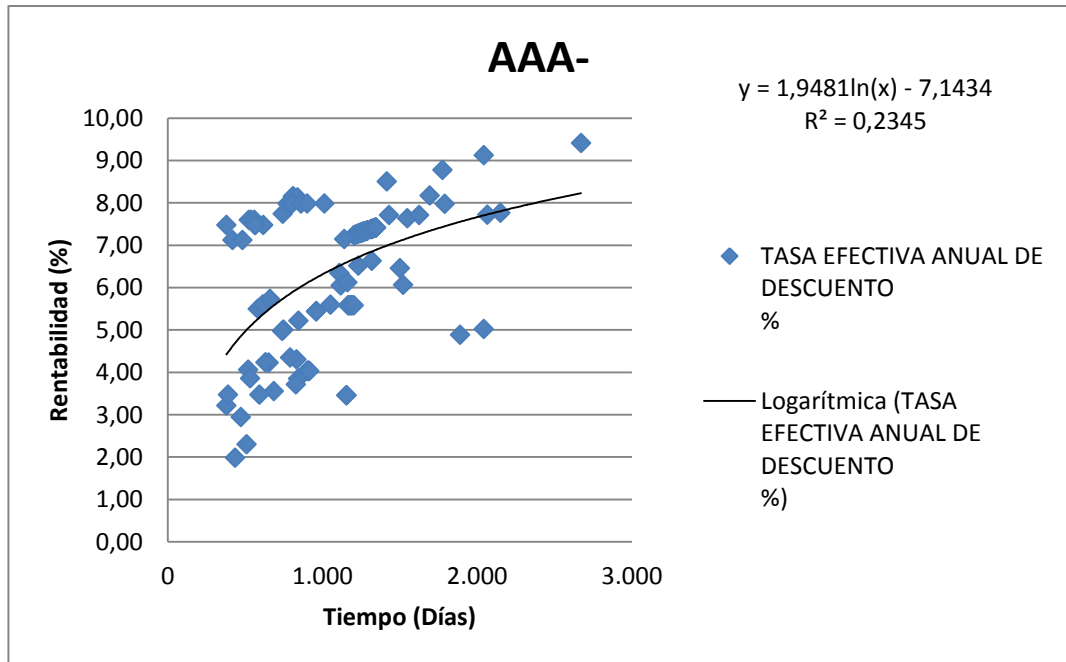
Las gráficas adjuntas muestran los títulos disponibles en el mercado de valores ecuatoriano de acuerdo a su tasa de descuento anual y el plazo. Para la selección de títulos, se escogieron aquellos que se encontraban por encima de la curva de rendimiento como se muestra en las gráficas adjuntas:

**Ilustración 20: Empresas de Calificación de Riesgo AAA**



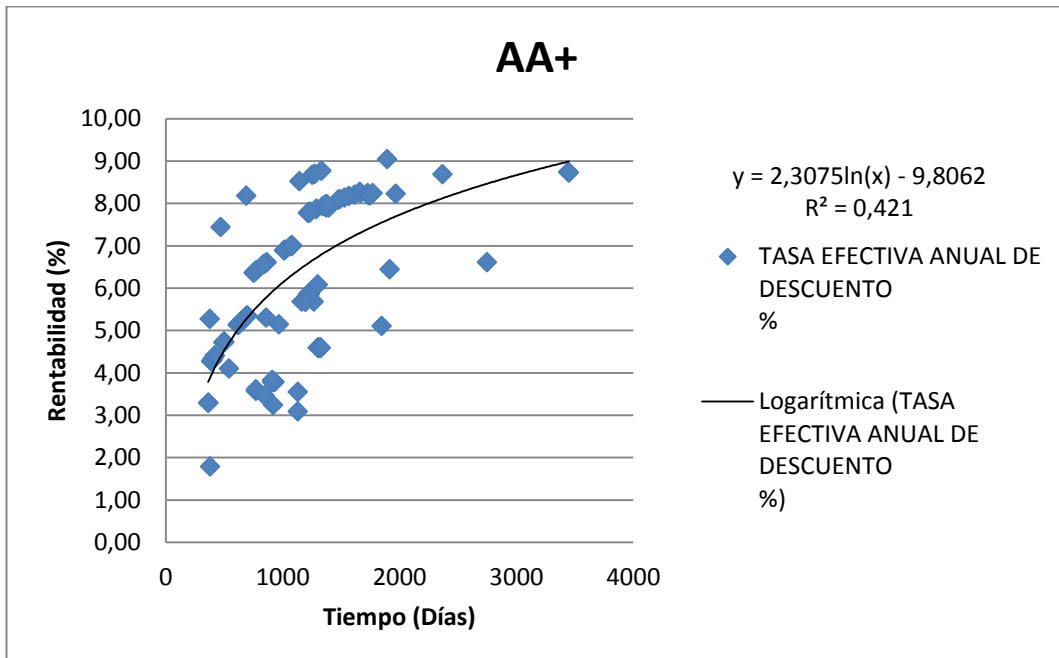
Fuente: Boletín anual de Vectores del BVG

**Ilustración 21: Empresas de Calificación de Riesgo AAA+**



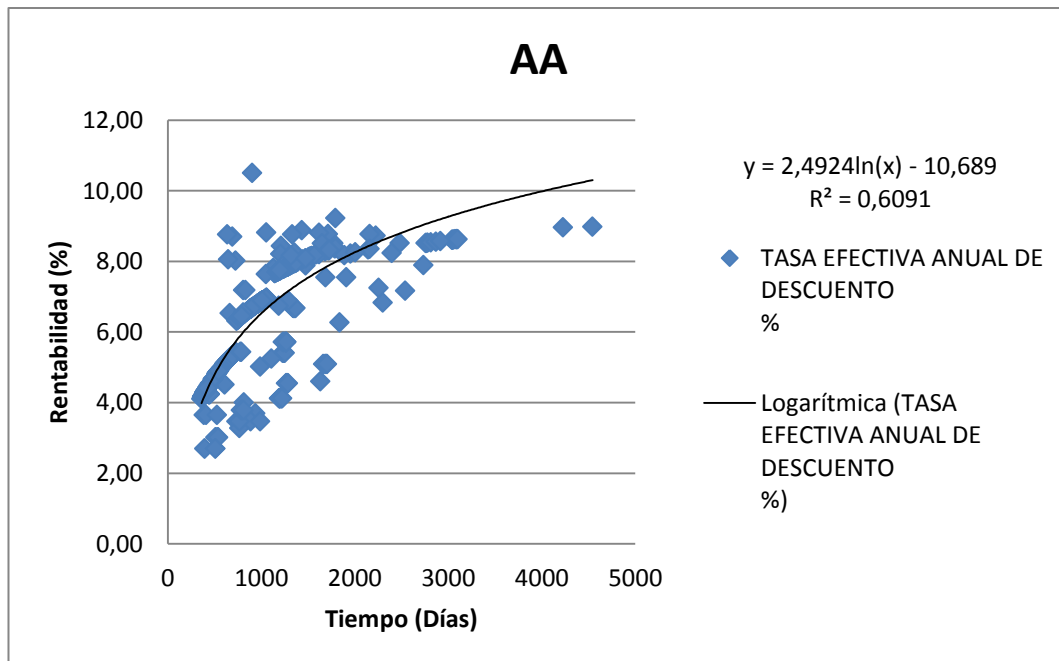
Fuente: Boletín anual de Vectores del BVG

**Ilustración 22: Empresas de Calificación de Riesgo AA+**



Fuente: Boletín anual de Vectores del BVG

### Ilustración 23: Empresas de Calificación de Riesgo AA



Fuente: Boletín anual de Vectores del BVG

### 3.5 RATIOS FINANCIEROS DE LA PRE-SELECCIÓN DE EMISORES

Una vez establecida la pre-selección de las empresas a partir de las curvas de rendimiento, realizamos un análisis en base a los ratios financieros de las mismas con la finalidad de determinar su situación interna y definir en qué sectores resulta más factible invertir, dado el perfil del inversionista.

**Tabla 11: Principales Razones Financieras de Pre-Selección de títulos AA+ y AA**

PRINCIPALES RATIOS FINANCIEROS DE LA PRE-SELECCIÓN DE TITULOS DE RENTA FIJA PARA INVERSIONES A 5 AÑOS										
	Pre-selección de empresas AA+				pre-selección de empresas AA					
	Agnamar	Mobilsol	Universal	Automotores y Anexos	Adilisa	Hotel Boulevard	electroexit	indauto	incable	Grifine
SOLVENCIA	1,77	0,32	1,48	2,76	1,42	0,46	1,11	1,53	1,28	1,42
RCxC	28,43	40,81	155,92	41,21	49,88	0	1288,19	336,55	56	62
ROA	14,89%	4,44%	10,30%	9,71%	5,05%	0,48%	1,00%	6,55%	1,05%	7,88%
ROE	33,32%	13,42%	21,46%	18,46%	11,21%	1,06%	7,32%	28,21%	3,36%	25,29%
ENDEUD.	1,24	2,02	1,08	0,9	1,22	1,19	6,33	3,31	0,69	2,21
DATOS EXTRAIDOS DE LOS BALANCES PARA LA CONFORMACION DE LOS RATIOS (en miles de dolares)										
Activo Circulante	10201,1	3773,582	19893	55979,544	4514,4	1718,5675	30491,1231	18468,3	19770	12067
Pasivo Circulante	5747,453	11741,56	13466	20254,368	3183,7	3767,4502	27489,062	12073,21	15505	8484,4
Cuentas x cobrar	6776,793	1430,685	14740	18905,792	1067,7	0	24756,1161	6116,58	6666	2433,8
Ingresos Totales	87003,78	12796,05	34506,5	167458,933	7812,2	1654,7986	7014,47414	6633,662	43134	11700
Utilidad Neta	1674,373	3366,01	3606,45	7272,262	399,76	51,59535	318,79142	2164,359	309	1120,6
Activos Totales	11244,47	75829,06	35029	74925,451	7909,5	10720,386	31905,9296	33027,41	29353	14222
Patrimonio neto	5024,453	25089,69	16804	39390,249	3565,8	4887,7926	4352,54676	7671,482	9213	4431,5
Pasivos totales	6220,022	50739,37	18225	35535,202	4343,7	5832,593	27553,3828	25355,93	20139	9790,5

Fuente: Elaborado por Autores

**Tabla 12: Principales Razones Financieras de Pre-Selección de títulos AAA y AAA-**

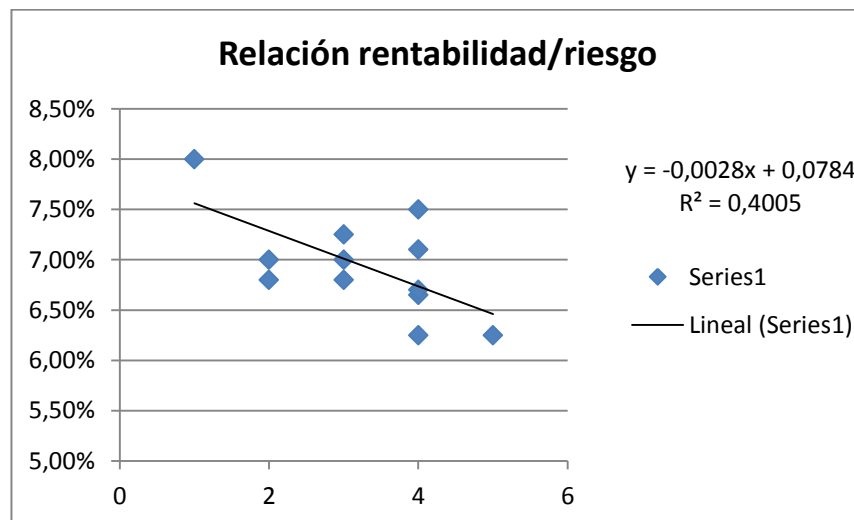
PRINCIPALES RATIOS FINANCIEROS DE LA PRE-SELECCIÓN DE TITULOS DE RENTA FIJA PARA INVERSIONES A 5 AÑOS						
	Pre-selección de carteras AAA			Pre-selección AAA -		
	corporacion el Rosado	Credicosa	Banco Procredit	Dipor	Mareauto	Telconet
SOLVENCIA	0,93	1,46	1,57	0,78	0,58	1,27
RCxC	19,51	312,73	1797,91	170,18	191,27	314,8
ROA	7,36%	8,36%	1,54%	5,44%	6,35%	6,46%
ROE	17,23%	26,32%	12,61%	92,14%	17,99%	23,00%
ENDEUD.	1,34	2,15	7,2	15,93	1,83	2,56
DATOS EXTRAIDOS DE LOS BALANCES PARA LA CONFORMACION DE LOS RATIOS (en miles de dolares)						
Activo Circulante	206236,508	91284	405557,5	34402	9237	62279,1
Pasivo Circulante	221468,517	62704	258990,9	43923	15973	49147,9
Cuentas x cobrar	49969,451	72925	348960	20747	4982	37384,9
Ingresos Totales	934690,147	85115	70843,55	44498	9507	43346,8
Utilidad Neta	34694,57	7984	6882,642	3278,4	2516	7962,66
Activos Totales	471252,044	95461	447474,6	60252	39603	123229
Patrimonio neto	201393,505	30336	54599,81	3558	13986	34622,8
Pasivos totales	269858,539	65125	392875,1	56694	25616	88606,2

Fuente: Elaborado por Autores

### 3.6 CRITERIOS PARA LA SELECCIÓN DE CERTIFICADOS DE DEPÓSITO

El procedimiento aplicado para la selección de los certificados de depósito o CD's se realizó mediante la comparación de las mejores Instituciones Financieras del Ecuador seleccionadas por calificación de riesgos y por medio de un estudio rentabilidad/riesgo, escogiendo a las empresas que generan una rentabilidad mayor al promedio como se muestra en el gráfico a continuación:

**Ilustración 24: Relación Rentabilidad/Riesgo de Instituciones Financieras**

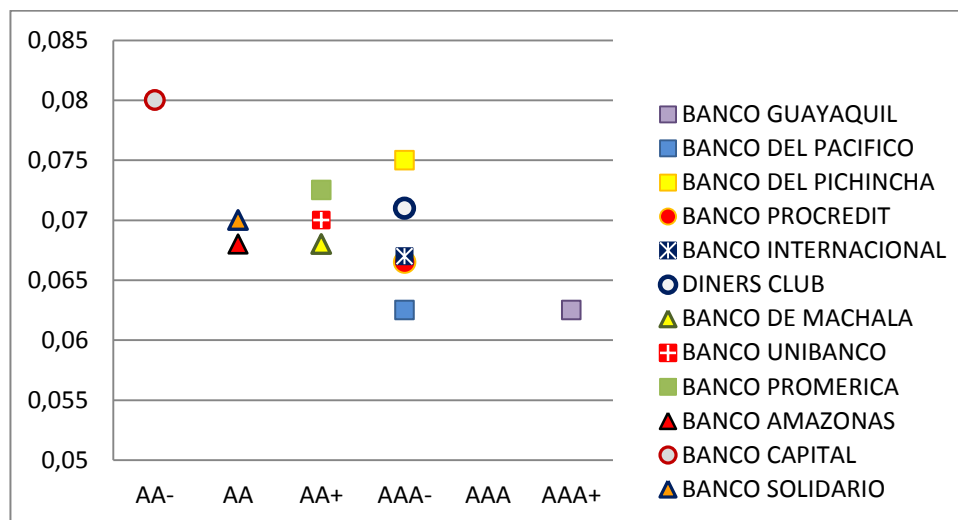


Fuente: Macías, Washington (2013)

Los puntos que están por encima de la línea de tendencia tienen una alta relación rentabilidad/riesgo, los cuales son los siguiente bancos: Capital, Promérica, Diners Club, Banco Pichincha, Unibanco e

Internacional por lo que convendría invertir en ellos; el banco Procredit es el que mantiene una relación justa y por último los bancos Solidario, Amazonas, Machala, Pacífico y Guayaquil poseen una baja relación rentabilidad/riesgo al ofrecer una rentabilidad menor.

**Ilustración 25: Bancos plano Rentabilidad/Riesgo**



Fuente: Macías, Washington (2013)

En base a la curva de rendimiento escogimos los certificados de depósito de los bancos que ofrecían una mayor rentabilidad en comparación con las otras instituciones financieras, por lo que los CD's escogidos fueron los siguientes:

**Tabla 13: Porcentaje a Invertir en CD's**

CD'S	% de Inversión
<b>Bco. Pichincha</b>	<b>60%</b>
<b>Dinners</b>	<b>20%</b>
<b>Bco. Procredit</b>	<b>10%</b>
<b>Bco. Unibanco</b>	<b>10%</b>

Fuente: Elaborado por Autores

El monto de inversión disponible para CD's es \$5'720.903,544 valor que representa un 48,8% de la inversión total. Como se muestra en la tabla superior, se invertirá un 60% del capital asignado en CD's del Banco del Pichincha, 20% en Dinners y un 10% en el banco Procredit y Unibanco respectivamente.

## CAPÍTULO 4. RESULTADOS DE APLICACIÓN DEL MODELO TOP DOWN

### 4.1 ANÁLISIS MACROECONÓMICO

**Tabla 14: Tabla de Resumen de Análisis Macroeconómico**

VARIABLES	ESTADO	VARIABLES	ESTADO
<b>PIB</b>	Estable	<b>I. Confianza Empresarial</b>	Aumento
<b>Política Monetaria</b>	Expansiva	<b>Petróleo</b>	Estable
<b>Política Fiscal</b>	Restringtiva	<b>Balanza de Pagos</b>	Inestable
<b>Inflación</b>	Estable	<b>Matriz Productiva</b>	Expansiva
<b>I. Confianza al Consumidor</b>	Aumento		

Fuente: Elaborado por Autores

#### 4.1.1 CONCLUSION DEL ANÁLISIS MACROECONÓMICO

Las últimas políticas establecidas por el gobierno central corroboran el próximo inicio de políticas monetarias restrictivas. Los pronósticos según los reportes económicos del FMI y de la revista “The Economist” confirman crecimiento económico para los próximos años aunque a tasas menores.

Basándonos en esta información y los datos mencionados anteriormente podemos concluir que el Ecuador se encuentra saliendo de su fase de primera expansión y por ende se espera que siga



creciendo aunque a una velocidad menor, situándose en la fase de segunda expansión.

## **4.2 ANÁLISIS SECTORIAL**

Con datos de la Superintendencia de Compañías, se procedió a construir la tabla de correlaciones entre cada uno de los sectores, la cual nos indica, el valor de 1 cuando los sectores están correlacionados positivamente en una perfecta relación. Del mismo modo un coeficiente de correlación de -1 describe una correlación inversa perfecta.

Lo que estamos buscando es invertir en sectores que mantengan una débil correlación. Como podemos observar en la tabla adjunta, justamente la mayoría de los sectores que presentan un crecimiento sostenido como son el sector construcción, comercio e industrias, presentan altas correlaciones entre sí, por lo que vamos a considerarlos como un solo macro-sector, al realizar la asignación de porcentajes de inversión, sin restarle importancia al procedimiento académico para establecer los porcentajes de inversión respecto al análisis sectorial.

Tomando en cuenta todos los aspectos nombrados anteriormente, procedimos a estimar el porcentaje de inversión por sectores

basándonos en el crecimiento que han tenido en el transcurso del tiempo y buscando, de preferencia, que mantengan bajas correlaciones entre sí.

**Tabla 15: Matriz de Correlación entre Sectores**

MATRIZ DE CORRELACIONES ENTRE SECTORES										
COEFICIENTES DE CORRELACION	Agricultura Ganadería Pesca, Caza y Silvicultura	Minas	Industrias	Electricidad	Construcción	Comercio	Transporte y Comunicaciones	Actividades Inmobiliarias	Enseñanza	Hoteles y Restaurantes
Agricultura Ganadería Pesca, Caza y Silvicultura	1,00									
Minas	0,57	1,00								
Industrias	0,64	0,22	1,00							
Electricidad	0,47	0,37	0,77	1,00						
Construcción	0,82	0,35	0,93	0,70	1,00					
Comercio	0,71	0,34	0,98	0,77	0,97	1,00				
Transporte y Comunicaciones	0,57	0,01	0,42	0,10	0,55	0,43	1,00			
Actividades Inmobiliarias Empresariales	0,37	0,20	0,19	0,75	0,28	0,33	0,10	1,00		
Enseñanza	0,45	-0,34	0,62	-0,47	0,76	0,56	0,85	-0,03	1,00	
Hoteles y Restaurantes	0,79	0,19	0,74	-0,13	0,87	0,71	0,97	0,06	0,82	1,00

Fuente: Superintendencia de Compañías

### 4.3 ANÁLISIS FINANCIERO Y NO FINANCIERO DE EMPRESAS

#### AUTOMOTORES Y ANEXOS

##### *Análisis de Razones Financieras*

Su razón circulante de 2,76 indica que tiene exceso activos circulantes, los cuales no han sido invertidos, lo que podría provocar que su rentabilidad disminuya. Según su ratio de cobertura de gastos financieros, la empresa podrá pagar a tiempo los intereses que adeuda.

Con un ROE de 18,46% el patrimonio aportado por los accionistas generó buenas utilidades. Por cada dólar de ventas la utilidad neta aumentará en 4,34%.

##### *Análisis No Financiero*

##### *Amenaza de nuevos competidores*

Este segmento de mercado es difícil de franquear por nuevos participantes debido a las medidas que implementó el gobierno por el déficit de la balanza comercial. Al cierre del año 2012 las ventas en el mercado automotor se vieron reducidas en un 13% en relación a las ventas del año anterior, debido a ciertas medidas como las asignaciones de cupos de importación sustentadas en aspectos ambientales que

produjeron que las empresas que se dedican a la importación de vehículos tengan que reducir en un 30%, hasta el año 2014, el total de sus importaciones. Por todas estas razones es muy probable que hayan partícipes que quieran invertir en este sector.

#### Rivalidad entre competidores

Existen en la actualidad en el sector automotriz 119 empresas encargadas de la importación y concesión de vehículos, repuestos y accesorios. En este sector existe bastante competencia de empresas bien posicionadas además de que los costos fijos son altos. Por esta razón Automotores y Anexos debe estar lista para enfrentar guerras de precios acompañada de fuertes campañas publicitarias, además de innovar en la manera de llegar al consumidor con publicaciones ATL, BTL, promociones, entre otras estrategias, de manera que logre diferenciarse de la competencia y agregarle valor a la marca para lograr ser la preferida por el mercado ecuatoriano.

#### Aumentar en competencia

En lo concerniente al total de ventas registradas en el mercado Automotriz se observó que a diciembre del 2012 las marcas NISSAN y RENAULT tuvieron una participación de 5,8% y 2,2% respectivamente.

Cabe indicar que la marca NISSAN para el cierre del 2012 se mantuvo en el tercer lugar mientras que RENAULT ocupó el octavo lugar. A continuación se muestra la participación de mercado de las principales marcas de automóviles:

**Tabla 16: Participación de empresas en Sector Automotriz**

<b>MARCAS</b>	<b>% PARTICIPACION</b>
Chevrolet	45,4%
Hyundai	10,16%
KiA	8,38%
Nissan	5,83%
Toyota	5,65%
Mazda	4,23%
Ford	3,52%
Hino	3,00%
Renault	2,22%
Otros	11,62%

Fuente: Elaborado por Autores

#### Poder de negociación de proveedores

Automotores y Anexos S.A es una empresa con 50 años de experiencia en el Mercado y tiene la representación exclusiva de las marcas NISSAN y RENAULT en el país, situación que le ha permitido posicionarse cada vez más en el mercado ecuatoriano; pero el ritmo de ventas para el

cierre del año 2012 se desaceleró cuando entró en vigencia de fijación de cupos para la importación de vehículos por compañía.

Cabe mencionar que aunque la curva de ventas va decreciendo, la de inversión mantuvo su ritmo y cumplió con planificación establecida. Dentro de los principales proveedores se registran las representaciones que mantiene la compañía donde NISSAN MEXICANA S. A de C. V Sociedad de Fabricación de Automotores S. A SOFASA y RENAULT mantiene una participación del 62,27% dentro del total de proveedores y son quienes dotan a AYASA de vehículos, partes, piezas y repuestos.

#### Poder de negociación compradores

Automotores y Anexos mantiene gran diversificación de clientes, siendo importante mencionar que en su mayoría corresponden a distribuidores de las marcas NISSAN y RENAULT en el territorio nacional.

En este sentido a Enero del 2013 el 14,20% de participación tiene Automotores Vallemotor S. A, seguido de Automotores del Sur S. A con el 13,25% lo que refleja que no existe concentración de clientes corporativos o a su vez de distribuidores.

Como estrategia, Automotores y Anexos esta implementando el área de CRM (Customer Relationship Mangement) el cual es un modelo basado en la orientación al cliente. Esto ha permitido enfocar de mejor manera el servicio de calidad y buscar integrar los procesos de venta y post venta, para establecer un vínculo a largo plazo con sus clientes. Automotores y Anexos debe seguir este tipo de acciones para lograr la fidelización de sus clientes y aumentar su rentabilidad.

### AGNAMAR

#### *Análisis de Razones Financieras*

Según indican sus razones de liquidez la empresa no tendrá problemas en solventar sus deudas en el corto plazo. Del mismo modo, no tendrá problemas en pagar intereses. Las razones de rentabilidad de la empresa proporcionan buenas utilidades a sus accionistas. También la inversión en activos fue utilizada eficientemente, lo que nos hace considerarla como la más opcionada para invertir, al pertenecer a un sector con bajas correlaciones sectoriales.

### *Análisis No Financiero*

#### Amenaza de entrada de nuevos competidores

Las 5 empresas más representativas que proveen Bunker al Ecuador son:

- AGNAMAR
- MARZAM
- TRANSNAVE
- OCEANBAT
- SERVAMAIN

#### Rivalidad entre competidores

AGNAMAR posee 4 buques utilizados para la transportación de bunker, con una capacidad de almacenamiento de 24,53 toneladas de combustible entre todas sus embarcaciones. Las empresas que poseen mayor capacidad para transportar bunker son OCEANBAT y MARZAM. Estas cuentan con 6 y 8 buques respectivamente con capacidades de 35 y 31 toneladas de combustible respectivamente.



#### Poder de negociación de compradores y vendedores

Variaciones en el precio del petróleo, trámites burocráticos, crecimiento de la flota naviera a nivel mundial son algunos de los factores que intervienen en la oferta y la demanda en el mercado de venta y trasportación de bunker.

#### Amenaza de productos sustitutos

Puede ser que en un futuro muy lejano los hidrocarburos ya no sean necesarios, por el momento no existen productos sustitutos para estos.

### UNIVERSAL SWEET INDUSTRIES S.A.

#### *Análisis de Razones Financieras*

Según su razón circulante y su razón de cobertura de gastos financieros (1,47 y 5,49 respectivamente) la empresa puede cubrir sus deudas a corto plazo y pagos de intereses sin dificultad. Las razones de rentabilidad proporcionan resultados favorables tanto para la empresa como para sus accionistas.

### *Análisis No Financiero*

#### Amenaza de entrada de nuevos competidores

La Universal es una empresa que se encuentra posesionada en el mercado debido a sus más de 100 años en el mercado ecuatoriano. Sin embargo, debido a la facilidad para conseguir los recursos para la fabricación de productos similares, como por ejemplo el cacao, está expuesta a la aparición de nuevos participantes que pueden llegar con nuevas ideas y variedades.

#### Rivalidad entre competidores

Nestlé, Unidal en cuanto a chocolates y Confiteca en cuanto a confites, son empresas que se encuentran bien posicionadas en el mercado ecuatoriano. Por esta razón la Universal esta expuesta a una difícil competencia en este mercado, ya que constantemente se enfrentará a campañas publicitarias agresivas, promociones y entradas de nuevos productos.

#### Poder de negociación de los proveedores

El cacao nacional es esencial para el chocolate gourmet. Ecuador es el primer exportador del mundo en este producto y todo lo que produce en sus campos se vende. El sector privado cacaotero también apunta al comercio interno y a incrementar las variedades de chocolates en las

perchas, con la intención de elevar la demanda nacional. El quintal de cacao para el productor registra un incremento. En febrero estaba en \$90 y a la fecha en \$120. En este caso la situación se complica un poco ya que el insumo que suministran es clave para la Universal, pero debido a que este es producido en nuestro país y que es un sector protegido y apoyado por el gobierno, existe facilidad para conseguir la materia prima a un precio más bajo que si le tocara importarla.

#### Poder de negociación de los compradores

En este caso el producto tiene varios sustitutos y es de bajo costo pero si es diferenciado por el cliente ya que la Universal es una marca posicionada en la mente del consumidor. Por esta razón esta empresa debe estar innovando constantemente para mantener la fidelidad de sus clientes y tenerlos satisfechos con productos de calidad.

#### GRIFINE S.A.

##### *Análisis de Razones Financieras*

Su razón de solvencia cercano a 1,5 indica que la compañía no tiene problemas de liquidez, su razón de endeudamiento patrimonial de 2,21 indica que son los acreedores los que financian más a la empresa.

Su rendimiento sobre la inversión fue del 7,88% y el ROE de la empresa indica que la inversión total que aportaron los accionistas tuvo una participación de más del 25% en las utilidades netas de GRIFINE.

### *Análisis No Financiero*

#### Amenaza de entrada de nuevos competidores

Entre las principales barreras a la entrada de nuevos competidores en el sector de comercio de materiales de construcción tenemos:

- El aumento del impuesto a la salida de divisas (ISD) afectaría a las importaciones de materiales de construcción.
- La disminución de créditos para la vivienda por parte del sector privado y público para los próximos años.

#### Rivalidad entre competidores

Como principales competidores directos tenemos Graiman, Almacenes Boyacá, Keramikos, entre otras empresas que se dedican a la fabricación, comercialización e importación de materiales de construcción y también pequeñas ferreterías y negocios dedicados a esta actividad como competidores indirectos.

Grifine enfrenta una dura competencia ya que tiene numerosos competidores y algunas empresas como Graiman y Almacenes Boyacá se encuentran bien posicionadas en el mercado, por lo que está expuesta constantemente a enfrentar guerras de precios, entrada de nuevos productos y agresivas campañas publicitarias.

#### Poder de negociación de los proveedores

Grifine cuenta con una relación directa con los fabricantes lo que le permite importar en grandes volúmenes, además de tener la facilidad de que la fábrica les otorgue los Test Report (Certificado de Calidad) que vienen debidamente abalizados por la CNAS en China y reconocidos por el INEN en el Ecuador, lo cual es beneficioso y positivo a la vista del consumidor ya que supera sus expectativas al encontrar un producto diferente y de calidad garantizada.

#### Poder de negociación de los compradores.

Grifine es una empresa vanguardista con tecnología de punta, lo que le permite producir un porcelanato de alta calidad y diseños, sumado al servicio personalizado que garantiza la satisfacción de sus clientes. Adicionalmente durante el 2012 la empresa incursionó en la línea del hogar, con la venta de muebles y camas ampliando así su cartera de productos, es debido a esto que ha podido en pocos años posicionar su marca en el

segmento medio alto y ubicarse entre las empresas más importantes de acabados en construcción.

## CREDICOSA

### *Análisis de Razones Financieras*

El patrimonio aportado por los accionistas de la empresa proporciona buenos rendimientos, así como las ventas y los activos bien utilizados. Sus intereses pueden ser pagados con facilidad y puede pagar sus deudas en el corto plazo.

### *Análisis No Financiero*

#### Amenaza de nuevos competidores

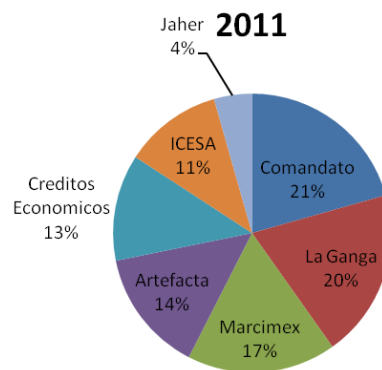
En el sector comercial, cambios en la política fiscal afectarían a la importación de productos, por lo cual difícilmente ingresarán nuevos participantes al mercado que quieran venir a apoderarse de una porción del mismo.

#### Rivalidad entre competidores

Créditos Económicos se desempeña dentro del sector comercial, realizando la importación y comercialización de artículos para el hogar. Para el año

2011, la participación de ingresos de almacenes de ventas de electrodomésticos fue la siguiente:

**Ilustración 26: Participación de CREDICOSA en el sector**



Fuente: Elaborado por Autores

Con este gráfico podemos observar que la competencia está bien posicionada y apoderada de porciones de mercado semejantes. En esta industria es notable la competitividad; la podemos apreciar en las excesivas campañas publicitarias con promociones de nuevos productos entre otras, ya que cada empresa busca crecer para aumentar su participación en el mercado.

### Poder de negociación de compradores

Debido a la alta competitividad del sector, esta empresa corre el riesgo de que los clientes puedan hacer sustituciones fácilmente, por esta razón es necesario que se preocupen por lo intangible, es decir, una excelente atención al cliente que los pueda diferenciar de los demás, promociones, publicidad agresiva, entre otras para lograr la satisfacción y fidelidad de sus clientes.

### Amenaza de productos sustitutos

Un sustituto real son los locales ubicados en el sector de la Bahía, que ofrecen el mismo tipo de productos a precios más bajos, lo cual representa una pequeña dificultad para la compañía.

## INDUAUTO

### *Análisis de Razones Financieras*

Según sus razones de liquidez y de gestión de activos, sus deudas a corto plazo así como los intereses, pueden quedar cubiertas sin dificultad.

Su ROE de 28,21% indica que la inversión realizada por los accionistas de la empresa produjo buenas utilidades, su ROI de 6,55% indica que los activos fueron eficientemente administrados para obtener beneficios. Del mismo modo sus ventas representan una parte aceptable de su utilidad neta.



### *Análisis No Financiero*

El sector automotriz es uno de los sectores principales que han aportado al crecimiento del PIB, INDUAUTO se dedicó desde sus inicios a la comercialización de vehículos de marca Chevrolet, marca que lidera el sector automotriz en el país.

INDUAUTO S.A además de dedicarse a la comercialización de vehículos también se dedica a la venta de repuestos automotores y a brindar el servicio de mantenimiento de vehículos en sus talleres especializados.

Al existir en el mercado gran variedad de marcas de automóviles que ya están posesionadas, esto representa una gran competencia en el entorno en el que se encuentra, por lo que debe aumentar sus campañas publicitarias, crear promociones y sobre todo, brindar un excelente servicio para ser diferenciados de los demás.

### INDUSTRIA ECUATORIANA DE CABLES INCABLE S.A

#### *Análisis Financiero*

Su razón de solvencia de 1,28 indica que la empresa puede tener problemas de liquidez si es que no cobra a tiempo sus deudas de corto plazo.

Sus razones de rentabilidad indican que el patrimonio de los accionistas fue mejor utilizado que los activos totales de la empresa.

Su razón de endeudamiento (0,69) se sitúa por encima del rango base (0,6), por lo que se concluye que la empresa esta endeudada y esto se debe al proyecto que está implementando para disminuir sus costos de producción.

### *Análisis No Financiero*

#### Amenaza de entrada de nuevos competidores

Incable es una empresa que se dedica a la fabricación de cables eléctricos y otros conductores eléctricos y pertenece al sector Industrial, entre las barreras que afectan a este tipo de empresas tenemos:

- Fluctuaciones en el precio de la materia prima: cobre y aluminio.
- Actualmente el impuesto a la salida de divisa es deducible del impuesto a la renta para este tipo de materiales, cambios a esta imposición harían que el impuesto se convierta en otro costo de producción.

Por lo que estos factores hacen que el mercado en el que se mueve Incable no sea tan atractivo para la entrada de nuevas empresas.

#### Poder de negociación de los proveedores

Incable importa cobre y aluminio del exterior para la fabricación de sus productos. El cobre al ser un mineral que se cotiza en las bolsas de valores

internacionales, las variaciones positivas en el precio de estos materiales beneficiarían a los proveedores; actualmente Incable tiene un proyecto para la fabricación de alambrón de cobre siendo este el principal insumo para la fabricación de sus productos, con esto no tendrá que importar del exterior este tipo de insumos y con esto disminuirá sus costos de producción.

#### Rivalidad entre competidores

Debido a nuevos proyectos de generación de energía y al aumento de proyectos inmobiliarios en el país que demandan a su vez una gran cantidad de cables eléctricos, esto indica que el mercado de estos bienes se puede expandir.

Existe gran rivalidad entre los competidores existentes en el mercado. En esta industria hay pocos productores nacionales, entre los cuales se destacan Electrocables, Cablec, Conelsa, y otras empresas que se encargan de la importación y comercialización del producto terminado, los cuales compiten para tener una mayor participación en el mercado.

#### Amenaza de productos sustitutos

Actualmente no existen productos sustitutos para cables y conductores de electricidad.

### Poder de negociación de los clientes

Este mercado presenta una figura oligopólica ya que hay pocos productores de cables y conductores de electricidad. El cliente es quien decidirá que producto le conviene dependiendo del precio y calidad. Por parte de Incable, debido a la calidad en sus productos, esto ha hecho que distribuidores locales dejen de importar cables para comprárselos a la esta empresa.

Con lo expuesto anteriormente se concluye que al haber pocos productores locales de cables y conductores eléctricos, la competencia a la que se enfrenta Incable es fuerte.

## ADILISA

### *Análisis Financiero*

Su razón de endeudamiento de activos de 0,54 indica que la empresa no se encuentra endeudada ya que su razón financiera se encuentra entre el rango establecido de 0,4 y 0,6. Sus razones de rentabilidad dan a conocer que la cantidad invertida por los accionistas y la inversión en activos fue bien utilizada. Al tener una razón circulante de 1,42 la empresa podría enfrentarse a problemas de liquidez, ya que esta puede ser señal de que sus deudores se encuentran en mora con la empresa.

### Análisis No Financiero

Es una empresa dedicada a la importación y exportación de productos que facilita la fabricación y comercialización tanto local como extranjera de aditivos alimenticios para animales.

### Rivalidad entre competidores

Debido a que Adilisa es la única empresa ecuatoriana que se encarga de la fabricación de aditivos alimenticios para animales, es considerada como un monopolio en este sentido, pero en el mercado existen otras compañías que importan el producto terminado, por lo que se convierten en una competencia baja para Adilisa, ya que estas solo se dedican a importar los productos para luego vender en el mercado local a diferencia de Adilisa que además de vender sus productos localmente también los importa.

### Productos Sustitutos

Actualmente no existen productos sustitutos directos para los aditivos alimenticios que proporcionen los mismos beneficios que proveen estos productos

### Entrada de nuevos competidores

Ya que la ganadería y cría de animales en el país ha crecido significativamente, la producción y comercialización de aditivos alimenticios para animales ha crecido también por lo que este mercado se considera atractivo para nuevos competidores.

Sin embargo las empresas que compiten con Adilisa son importadoras de estos productos por lo que si llegan nuevas empresas importadoras y comercializadoras de aditivos alimenticios estas se verán afectadas por el impuesto a la salida de divisas (ISD) u otras barreras arancelarias. Si nuevos competidores deciden dedicarse a producir y no a importar, entrarían en competencia directa con Adilisa, por lo que tendrían que invertir más en activos fijos.

### Poder de negociación de consumidores

El consumo de estos productos se adapta a las necesidades de los consumidores, la calidad el producto es la principal cualidad que buscan los consumidores para adquirirlos, por lo que Adilisa cuenta con plantas especializadas con tecnología de punta para producir aditivos que se adapten al clima variado del país, por lo que esto le da una ventaja sobre las empresas

que importan estos productos. Además Adilisa ofrece diferentes productos para el sector porcino, avícola, pesquero, acuícola, ganadero, entre otros.

#### Poder de negociación de proveedores

El mercado de aditivos cuenta con un gran número de proveedores tanto de materia prima para la fabricación de estos productos, y de productos terminados para la comercialización, por lo que al existir muchos proveedores evitarían problemas con precios o la calidad de los productos.

### CORPORACIÓN EL ROSADO

#### *Análisis de Razones Financieras*

En cuanto a su razón circulante, el cual es cercano a 1, podemos deducir que la empresa puede cubrir sus deudas a corto plazo dependiendo de su capacidad de cobro y el nivel de morosidad de parte de sus clientes.

Sus pagos de interés se encuentran cubiertos y sus razones de rentabilidad dan a conocer una situación favorable para los inversionistas.

### *Análisis No Financiero*

Las actividades a la que está dedicada esta empresa están divididas en 4 categorías:

1. División de Supermercados: Mi Comisariato, Ferrisariato, Mi Juguetería, Hipermarket, Rio Store.
2. División de Entretenimiento: Metrópolis, Radio Disney, Supercines, representante legal de Walt Disney Company.
3. División de Restaurantes: Rock and Roll, Chillis, Carl's Jr.
4. División de Centros Comerciales: Riocentro Shopping, El Paseo Shopping.

Como principales competidores tiene a empresas como Corporación Favorita, Tiendas Industriales Asociadas (TIA) y Mega Santamaría.

Poder de negociación de compradores y vendedores

Para el año 2012 las ventas de las 4 empresas más representativas de este sector se muestran en la siguiente tabla y gráfico.

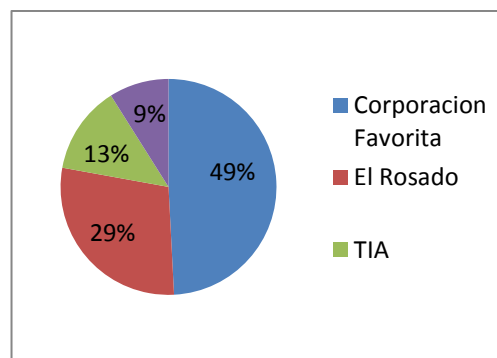


**Tabla 17: Participación de Corporación El Rosado en el Sector**

	Ingreso por Ventas
Corporacion Favorita	1488840879
El Rosado	867827368
TIA	399367298
Mega Santamaria	271065011

Fuente: Elaborado por Autores

**Ilustración 27: Participación de Corporación El Rosado en el Sector**



Fuente: Elaborado por Autores

Una vez seleccionados los títulos bajo estos lineamientos, se escogieron aquellos que se emitieron a partir del año 2013 y que tienen una duración de 5 años. No se realizarán inversiones a 10 años por falta de disponibilidad de títulos que reúnan las características requeridas.

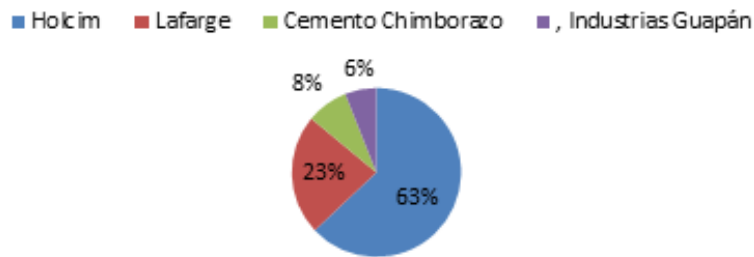
## HOLCIM

### *Análisis no financiero*

#### Rivalidad entre competidores

En el Ecuador existen 4 empresas dedicadas a la producción de cemento: Holcim, Industrias Guapán, Cemento Chimborazo y Lafarge.

#### **Ilustración 28: Porcentaje de Participación de HOLCIM en el Sector**



Fuente: INESYC

Como podemos notar en el cuadro, Holcim cuenta con un 63% de participación de mercado, es una empresa posicionada indudablemente en el mercado ecuatoriano, siendo Lafarge la empresa que se encuentra en segundo lugar pero con una participación muchísimo menor que la gigante Holcim, por lo cual a esta no se le hace difícil competir en un mercado en el que sus competidores están muy lejos de alcanzarlo.

### Nuevos competidores

Holcim Ecuador S .A. conocida en el 2004 como La Cemento Nacional, pertenece al grupo suizo Holcim, número 2 en el mercado mundial del cemento. Cuenta con el 63% de participación de mercado, por lo que solo una empresa realmente grande podría llegar a competirles ya que esta posee un buen posicionamiento de mercado.

### Poder de negociación de compradores

Según datos del Instituto Ecuatoriano de Cemento y Hormigón en 2012 se comercializó más de 6 millones de toneladas de cemento gris en el país y para lo que va en el 2013 hasta el mes de Junio se han consumido más de 3 millones de toneladas. Los productos ofrecidos por HOLCIM no tienen muchos sustitutos y son diferenciados por los clientes a pesar de sus exigencias en calidad y servicios por consiguiente la corporación tendrá un aumento en sus márgenes de utilidad.

## CERVECERÍA NACIONAL

### *Análisis no financiero*

#### Amenaza de entrada de nuevos competidores

Este mercado es atractivo ya que las barreras de entrada son difíciles de franquear por nuevos participantes teniendo en cuenta que Cervecería

Nacional es una empresa que sin duda está posicionada en el mercado ecuatoriano, además, de contar con la fidelidad de los clientes por su calidad y sus acciones de marketing, dentro de las cuales podemos encontrar sus agresivas campañas publicitarias.

#### Rivalidad entre competidores

Años atrás, Ambev ingresó al mercado ecuatoriano con su producto estrella “Brahma”, buscando posicionarse en el mercado ecuatoriano, retando al líder de este segmento de mercado (Cervecería Nacional) a través de fuertes campañas publicitarias y guerras de precios. Dicha estrategia no logró los resultados esperados y actualmente CN mantiene más del 89% de la participación en el mercado de cervezas del Ecuador, por lo que la compañía ha decidido incursionar en otros segmentos de mercado, compitiendo también con bebidas refrescantes e hidratantes.

#### Poder de negociación de los proveedores

Quiénes hacen Cervecería Nacional buscan afianzar la relación con sus consumidores así como también con los miles de ecuatorianos que participan en la elaboración de sus productos, es así, que han creado una división de desarrollo de proveedores en el año 2013 con el objetivo de impulsar la competitividad de las cadenas de abastecimiento de Cervecería Nacional y de sus proveedores generando ahorros, eficiencias y empleo dentro de un marco

de sostenibilidad y ética, esto sin duda le conviene estratégicamente a esta empresa para seguir creciendo en el mercado ecuatoriano, ya que al conocer los resultados de las encuestas realizadas a una muestra representativa de los más de 3500 proveedores, se puede entender el camino por recorrer y buscar acciones para afectar favorablemente su grado de satisfacción buscando beneficios conjuntos que satisfagan las cadenas de valor en las que participan y los consumidores a quienes sirven.

#### Poder de negociación de los compradores

Los productos ofrecidos por Cervecería Nacional son muy diferenciados por el cliente, por lo cual estos no están sujetos a hacer sustituciones por igual o muy bajo costo ya que Cervecería Nacional se preocupa por crear valor y garantizarles calidad en los productos que ofrecen.

#### Amenaza de ingreso de productos sustitutos

Como productos sustitutos directos tenemos a otras marcas y tipos de bebidas de moderación, mientras que como sustitutos indirectos existen varias clases de bebidas no alcohólicas: agua, bebidas energizantes, jugos y demás.

### 4.3.1 EMPRESAS SELECCIONADAS

Tabla 18: Empresas que Conformarán el Portafolio de Inversión

	EMPRESAS	PLAZO
1	AUTOMOTORES Y ANEXOS	5 AÑOS
2	AGNAMAR	5 AÑOS
3	UNIVERSAL	5 AÑOS
4	GRIFINE	5 AÑOS
5	CREDICOSA	5 AÑOS
6	INDUAUTO	5 AÑOS
7	CORP. EL ROSADO	5 AÑOS
8	INCABLE	5 AÑOS
9	CD'S BCO PICHINCHA	90 DIAS REINVERTIBLES
10	CD'S DINNERS	90 DIAS REINVERTIBLES
11	CD'S BCO PROCREDIT	90 DIAS REINVERTIBLES
12	CD'S BCO UNIBANCO	90 DIAS REINVERTIBLES
13	HOLCIM	INDEFINIDO
14	CERVECERIA NACIONAL	INDEFINIDO

Fuente: Elaborado por Autores

### 4.3.2 RENTABILIDAD Y RIESGO DEL PORTAFOLIO DE ACCIONES

Para la conformación del portafolio de acciones, se tomó a dos empresas representativas de los sectores construcción y manufactura,

debido al dinamismo de dichos sectores en los últimos años y a las fortalezas que estas empresas han mostrado tanto en el aspecto financiero como en el no financiero.

*Criterios para calcular el retorno y riesgo del portafolio de inversiones en acciones:*

- Para el cálculo de la rentabilidad de cada acción, se utilizó el promedio de los retornos simples en periodos sucesivos.
- El riesgo de la acción fue tomado a partir de la desviación estándar de los retornos diarios.
- La rentabilidad del portafolio se calculó a partir de la sumatoria del producto entre la rentabilidad y el porcentaje a invertir en cada acción.
- Para el cálculo de riesgo del portafolio se utilizó la varianza del portafolio, la cual fue establecida a través del producto matricial entre la matriz de varianzas y covarianzas y los pesos de cada acción.
- La optimización del portafolio se realizó utilizando la herramienta Solver.

**Tabla 19: Rentabilidad y Riesgo por Acciones**

<b>RENTABILIDAD Y RIESGO POR ACCION</b>		
	<b>HOLCIM</b>	<b>CN</b>
<b>PESO POR ACCION</b>	44%	56%
<b>RENTABILIDAD DIARIA</b>	0,09%	0,07%
<b>RENTABILIDAD ANUAL</b>	21,40%	16,26%
<b>RIESGO ANUAL</b>	8,24%	7,38%

Fuente: Elaborado por Autores

**Tabla 20: Matriz de Varianzas y Covarianzas de retornos de Acciones**

<b>MATRIZ DE VARIANZAS Y COVARIANZAS</b>		
	<i>HOLCIM</i>	<i>CN</i>
HOLCIM	0,0000270	0,0000013
CN	0,0000013	0,0000217

Fuente: Elaborado por Autores

Siendo \$500.000 el monto total destinado a invertirse en acciones, a continuación se muestra la proporción y el número de acciones que se van a adquirir por empresa, a un precio de cierre efectuado el 06 de Septiembre del 2013:

**Tabla 21: Cuadro de Resumen de Inversión en Acciones**

	<b>Porcentaje</b>	<b>inversión</b>	<b>Precio de cierre al 06/09/13</b>	<b>Numero de acciones</b>
<b>Holcim</b>	44%	221013,65	65,25	3387
<b>Cervecería Nacional</b>	56%	278986,34	43,00	6488
<b>Total</b>	100%	500000,00	-	

Fuente: Elaborado por Autores



#### 4.4 OPTIMIZACIÓN DEL PORTAFOLIO

Luego de la elección de los títulos a invertir procedemos a optimizar nuestro portafolio final de inversión, utilizando la herramienta Solver de Excel y buscamos maximizar la Tasa Interna de Retorno (TIR) del portafolio de inversión sujeto al Índice de Riesgo que en nuestro caso fue la Duración, la cual se calculó aplicando la fórmula de Frederick Macaulay (1938):

$$Duración = \frac{V_- - V_+}{2(V_0)(\Delta y)} \quad (4.1)$$

Dándonos un resultado final de duración igual a 2,11. Luego aplicamos la herramienta Solver sujeto a las siguientes restricciones:

- Duración sea igual a 2,11
- Que la suma total de inversión en títulos de Renta Fija sea menor o igual a \$5404378,14, valor que representa el 46,1% del valor total a invertir.
- Que la suma total de porcentajes a invertir en todos los títulos de renta fija, debe dar un valor menor o igual al peso asignado en la empresa Agnamar, debido a que algunas empresas pertenecen a sectores que se encuentran correlacionados.

- Y por último, que la Inversión Inicial sea igual a 11'125.281,69 el cual es el valor total de inversión en estas dos clases de títulos.

Dado el indicador de Riesgo y sujeto a las restricciones mencionadas anteriormente, al correr el programa logramos maximizar la TIR a 8,94% y obteniendo el valor óptimo para invertir en cada tipo de título.

**Tabla 22: TIR del Portafolio**

<b>Duración (años)</b>	<b>TIR Portafolio Renta Fija</b>
<b>2,08</b>	<b>8,94%</b>

Fuente: Elaborado por Autores

Así mismo se realizó la optimización del portafolio de acciones aplicando Solver para obtener los porcentajes a invertir en cada acción y con esto lograr la máxima rentabilidad sujeto al nivel de riesgo que esta requiere.

**Tabla 23: Rentabilidad y Riesgo del Portafolio de Acciones**

<b>RENTABILIDAD Y RIESGO DE LA CARTERA</b>	
RENTABILIDAD ANUAL	18,53%
VARIANZA	0,000013
RIESGO DIARIO	0,36%
RIESGO ANUAL	5,63%

Fuente: Elaborado por Autores

#### 4.5 PROYECCIÓN DE FLUJOS EN EL HORIZONTE DE INVERSIÓN

Para establecer la proyección de los flujos del portafolio de inversión se tomó en consideración la información descrita en cada uno de los prospectos.

Los títulos de renta fija tienen un plazo de 5 años.

Los pagos de intereses en cada uno de los títulos a 5 años se realizan trimestralmente durante los 20 trimestres, mientras que las amortizaciones se realizan trimestralmente salvo el caso de la empresa Incable, que las realiza de manera semestral.

Respecto a los Certificados de depósito a 90 días plazo, se asume una reinversión trimestral del capital más intereses por periodo y un reembolso de la inversión al vencimiento.

Como se puede observar en las tablas agregadas a continuación, el portafolio de inversión que contiene solo los títulos a 5 años nos presenta una TIR mayor que la del flujo que incluye los Certificados de Depósito.

**Tabla 24: TIR Portafolio Final**

PORTAFOLIO	TIR
Titulos de Renta Fija a 5 años	8,40%
Renta Fija + Certificados de Depósito	5,13%

Fuente: Elaborado por Autores



mar-16	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3.371,36	\$ 177.120,48	\$ 3.414,02	\$ -	\$ 126.621,20	\$ 310.527,06
abr-16	\$ 3.482,51	\$ 3.250,82	\$ 86.045,93	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3.479,70	\$ -	\$ 96.258,96
may-16	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
jun-16	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3.321,15	\$ 174.118,44	\$ 3.358,61	\$ -	\$ 11.619,85	\$ 192.418,05
jul-16	\$ 3.424,09	\$ 3.196,64	\$ 84.643,38	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3.419,70	\$ -	\$ 94.689,81
ago-16	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
sep-16	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3.270,94	\$ 171.116,40	\$ 3.303,20	\$ -	\$ 124.297,23	\$ 301.987,76
oct-16	\$ 3.365,67	\$ 3.142,46	\$ 83.252,82	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3.359,71	\$ -	\$ 93.120,66
nov-16	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
dic-16	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3.220,72	\$ 168.114,36	\$ 3.247,79	\$ -	\$ 9.295,88	\$ 183.878,75
ene-17	\$ 3.307,25	\$ 3.088,28	\$ 81.856,26	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3.299,71	\$ -	\$ 91.551,51
feb-17	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
mar-17	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3.170,51	\$ 165.112,31	\$ 3.192,38	\$ -	\$ 121.973,26	\$ 293.448,46
abr-17	\$ 3.248,83	\$ 3.034,10	\$ 80.459,71	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3.239,72	\$ -	\$ 89.982,36
may-17	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
jun-17	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3.120,30	\$ 162.110,27	\$ 3.136,97	\$ -	\$ 6.971,91	\$ 175.339,45
jul-17	\$ 3.190,42	\$ 2.979,32	\$ 79.063,15	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3.179,72	\$ -	\$ 88.413,21
ago-17	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
sep-17	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3.070,09	\$ 159.108,23	\$ 3.081,56	\$ -	\$ 119.649,29	\$ 284.909,16
oct-17	\$ 3.132,00	\$ 2.925,74	\$ 77.666,59	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3.119,73	\$ -	\$ 86.844,06
nov-17	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
dic-17	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3.019,88	\$ 156.106,19	\$ 3.026,15	\$ -	\$ 4.647,94	\$ 166.800,15
ene-18	\$ 3.073,58	\$ 2.871,56	\$ 76.270,04	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3.059,73	\$ -	\$ 85.274,90
feb-18	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
mar-18	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 2.969,67	\$ 153.104,15	\$ 2.970,73	\$ -	\$ 117.325,32	\$ 276.369,86
abr-18	\$ -	\$ 2.817,38	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 2.817,38
may-18	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
jun-18	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 2.919,45	\$ -	\$ 2.915,32	\$ -	\$ 2.323,97	\$ 8.158,75
jul-18	\$ -	\$ 2.763,20	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 2.763,20
ago-18	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
sep-18	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 115.001,34	\$ 115.001,34
			TIR Portafolio						8,40%
			Promedio Ponderado						7,98%
									El promedio ponderado no es igual al YTM del Portafolio

Fuente: Elaborado por Autores



mar-16	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3.371,36	\$ 177.120,48	\$ 3.414,02	\$ -	\$ 126.621,20	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 310.527,06
abr-16	\$ 3.482,51	\$ 3.250,82	\$ 86.045,93	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3.479,70	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 96.258,96
may-16	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
jun-16	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3.321,15	\$ 174.118,44	\$ 3.358,61	\$ -	\$ 11.619,85	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 192.418,05
jul-16	\$ 3.424,09	\$ 3.196,64	\$ 84.643,38	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3.419,70	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 94.689,81
ago-16	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
sep-16	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3.270,94	\$ 171.116,40	\$ 3.303,20	\$ -	\$ 124.297,23	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 301.987,76
oct-16	\$ 3.365,67	\$ 3.142,46	\$ 83.252,82	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3.359,71	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 93.120,66
nov-16	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
dic-16	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3.220,72	\$ 168.114,36	\$ 3.247,79	\$ -	\$ 9.295,88	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 183.878,75
ene-17	\$ 3.307,25	\$ 3.088,28	\$ 81.856,26	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3.299,71	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 91.551,51
feb-17	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
mar-17	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3.170,51	\$ 165.112,31	\$ 3.192,38	\$ -	\$ 121.973,26	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 293.448,46
abr-17	\$ 3.248,83	\$ 3.034,10	\$ 80.459,71	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3.239,72	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 89.982,36
may-17	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
jun-17	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3.120,30	\$ 162.110,27	\$ 3.136,97	\$ -	\$ 6.971,91	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 175.339,45
jul-17	\$ 3.190,42	\$ 2.979,92	\$ 79.063,15	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3.179,72	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 88.413,21
ago-17	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
sep-17	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3.070,09	\$ 159.108,23	\$ 3.081,56	\$ -	\$ 119.649,29	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 284.909,16
oct-17	\$ 3.132,00	\$ 2.925,74	\$ 77.666,59	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3.119,73	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 86.844,06
nov-17	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
dic-17	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3.019,88	\$ 156.106,19	\$ 3.026,15	\$ -	\$ 4.647,94	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 166.800,15
ene-18	\$ 3.073,58	\$ 2.871,56	\$ 76.270,04	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3.059,73	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 85.274,90
feb-18	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
mar-18	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 2.969,67	\$ 153.104,15	\$ 2.970,73	\$ -	\$ 117.325,32	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 276.369,86
abr-18	\$ -	\$ 2.817,38	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 2.817,38
may-18	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
jun-18	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 2.919,45	\$ -	\$ 2.915,32	\$ -	\$ 2.323,97	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 8.158,75
jul-18	\$ -	\$ 2.763,20	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 2.763,20
ago-18	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
sep-18	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 115.001,34	\$ 4.136.821,25	\$ 1.389.222,66	\$ 672.592,96	\$ 680.981,92	\$ 6.994.620,14
			TIR Portafolio										5,13%
			Promedio Ponderado										7,98%
													El promedio ponderado no es igual al YTM del Portafolio

Fuente: Elaborado por Autores

Tabla 27: Duración del Portafolio

	Automotores y anexos	Adilisa	Credicosa	Corporacion el Rosado	Agnamar	Universal	Grifine	Incable
$\Delta y$	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
V-	55.093,35	55.202,74	1.330.255,09	55.263,02	2.759.744,14	55.251,03	55.097,25	1.152.804,99
V+	52.993,94	52.901,54	1.279.987,97	52.842,97	2.645.356,89	52.854,38	53.000,78	1.101.533,90
Pesos	1%	1%	24%	1%	50%	1%	1%	21%
Duración	1,94286426	2,129397	1,926291492	2,239368821	2,116947387	2,21772	1,93995	2,275128266
Duración Portafolio								2,10

Fuente: Elaborado por Autores



## **CAPÍTULO 5. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES**

El Análisis top Down es un estudio que va desde lo general hasta lo particular, el cual consiste en examinar la situación económica en la que se encuentra un país y su pronóstico a futuro, para establecer en qué ciclo económico éste se encuentra. Luego se centra en un análisis sectorial basado en el comportamiento de las rentabilidades históricas de estos sectores, para poder conocer cuáles de éstos son los más saludables para invertir, tomando en consideración que los sectores escogidos mantengan, de preferencia, bajas correlaciones entre sí.

Luego se establece el porcentaje a invertir por clase de títulos, lo cual va de acuerdo al perfil del inversionista y al ciclo económico que se encuentra cursando el país, para finalmente realizar un meticuloso análisis de selección, tanto financiero como no financiero, de las empresas que se ajustan a los requerimientos de inversión, es decir, que poseen una calificación de riesgo acorde con el perfil del inversionista, que cotizan en bolsa y que pertenecen a los sectores anteriormente seleccionados.

En lo que respecta al análisis macroeconómico del estudio, encontramos diversidad de criterios de analistas en pro y en contra de las políticas establecidas por el actual gobierno, aunque es necesario destacar que dos fuentes de prestigio como son el reporte de Panorama económico mundial y el

reporte de Economist Intelligence Unit pronostican un crecimiento entre el 3,5% y el 4,5% para los próximos años, lo cual corrobora nuestra apreciación de segunda expansión como el ciclo económico en curso en la economía ecuatoriana.

En el análisis Sectorial observamos que los sectores que registran altas tasas de rentabilidad y un crecimiento sostenido en los últimos años están altamente correlacionados (comercio, construcción e industrias), lo cual es entendible debido a que el crecimiento del sector construcción, sector altamente incentivado por la política monetaria expansiva de los últimos años, impulsa a su vez al crecimiento del comercio y de las industrias.

Uno de los grandes impedimentos en este estudio ha sido la falta de dinamismo en las bolsas de valores del país, lo que no nos ha permitido hacer inversiones en títulos de mayor plazo, debido a la falta de disponibilidad de los mismos.

Debido a la falta de mayores actividades productivas elegibles y a la falta de títulos emitidos en bolsa de valores que se ajusten a los requerimientos del perfil conservador del inversionista, decidimos tomar a los sectores Comercio, Construcción e Industrias como un solo macro-sector, es decir, invertir bajos porcentajes en cada uno de los sectores correlacionados que en conjunto

representen un porcentaje similar al porcentaje de inversión de los otros sectores escogidos, sin restarle importancia al procedimiento académico para la selección de sectores.

Tampoco ha sido posible aprovechar el alto crecimiento del sector minería debido a la falta de títulos correspondientes a dicho sector en las bolsas de valores ecuatorianas.

Finalmente hemos podido constatar mediante la conformación del portafolio, el cálculo del flujo de efectivo y su tasa de retorno, que el Fondo ESPOL podría incrementar sus ingresos mediante inversiones en renta fija a 5 años, obteniendo una rentabilidad esperada de 8,47%, diversificando su portafolio de inversiones y manteniendo el nivel de liquidez requerido bajo un perfil ampliamente conservador, en donde se han tomado títulos de una alta calificación crediticia, que pertenecen a sectores que muestran altos indicios de continuar creciendo y que han sido emitidos por empresas que presentan una buena situación tanto financiera como no financiera.

## REFERENCIAS

- Amat Salas, O. (1997). *Análisis de estados financieros. Fundamentos y aplicaciones*. Barcelona: Ediciones Gestión 2000 S.A., Tercera Edición.
- Buffett, W. (2012). *Las 7 claves de Inversión en Valor*. Edición Electrónica.
- Guzman, C. A. (2006). *Ratios Financieros y Matemáticas de la Mercadotecnia*. Edición Electrónica.
- Macaulay, Frederick (1938): Inventó fórmula de la Duración. Oficina Nacional de Investigación Económica. Nueva York. 1938
- Macías Rendón, Washington (2013). *Informe de Saldos del EFPCP. Ecuador: Escuela Superior Politécnica del Litoral (inédito)*
- Macías Rendón, Washington (2013). *Proyección de Fondos del EFPCP .Ecuador: Escuela Superior Politécnica del Litoral (inédito)*
- Porter, Michael E. (2000). *Estrategia Competitiva. Técnicas para el análisis de los Sectores Industriales y de la competencia*. Editorial: Grupo Editorial Patria.

### Consultas en línea:

- *Banco Central del Ecuador*. Boletín Estadístico Anual [en línea] 2013, [fecha de consulta: 20 de Julio 2013], Disponible en: <http://www.bce.fin.ec>
- *Deloitte*. Índice de Confianza Empresarial. [en línea] 2013, [fecha de consulta: 28 de Agosto del 2013] Disponible en: [http://www.deloitte.com/view/es\\_EC/ec/perspectivas/estudios-y-publicaciones/indice-de-confianza-empresarial/c07c21b3ee270410VgnVCM2000003356f70aRCRD.htm](http://www.deloitte.com/view/es_EC/ec/perspectivas/estudios-y-publicaciones/indice-de-confianza-empresarial/c07c21b3ee270410VgnVCM2000003356f70aRCRD.htm)
- Diario El Comercio (2013). Recuperado en: [http://www.elcomercio.ec/negocios/PIB-Ecuador-construccion-agricultura-turismo\\_0\\_964703584.html](http://www.elcomercio.ec/negocios/PIB-Ecuador-construccion-agricultura-turismo_0_964703584.html)
- Diario El Telégrafo (2013). Expectativas de reducción de importaciones. Recuperado en: <http://www.telegrafo.com.ec/actualidad/item/ecuador-espera-reducir-importaciones-en-650-millones-hasta-el-2013.html>
- Diario El Universo (2013). Balanza Comercial. Recuperado en: <http://www.eluniverso.com/noticias/2013/08/03/nota/1237096/se-reduce-saldo-negativo-balanza-pagos>

- Diario Hoy (2013). Reporte sobre recaución de Impuestos. Recuperado en: <http://www.hoy.com.ec/noticias-ecuador/sri-los-impuestos-financian-el-60-del-presupuesto-del-estado-554874.html>
- Diario Hoy (2013), Reporte de Crecimiento de Ecuador con respecto a Latinoamerica. Recuperado en: <http://www.hoy.com.ec/noticias-ecuador/crece-la-ied-en-a-latina-pero-en-el-ecuador-se-reduce-581391.html>
- Diario La Hora (2013), Reporte de Inflación. Recuperado el 23 Julio del 2013 en: [http://www.lahora.com.ec/index.php/noticias/show/1101448084/-1/Inflaci%C3%B3n\\_anual\\_en\\_Ecuador\\_se\\_ubic%C3%B3\\_en\\_4,16%25.html#.UiYBeT-Eg40](http://www.lahora.com.ec/index.php/noticias/show/1101448084/-1/Inflaci%C3%B3n_anual_en_Ecuador_se_ubic%C3%B3_en_4,16%25.html#.UiYBeT-Eg40)
- *Estatuto reformado en Asamblea General del EFCPC.* (s.f.). Recuperado el 2013, de <http://www.efcpc.espol.edu.ec/sites/files/file/Estatuto%20en%20vigencia%20desde%208%20de%20agosto%202012.pdf>
- Reporte de la Nueva Matriz Productiva (2013). Recuperado en: <http://www.andes.info.ec/es/economia/impulso-matriz-productiva-es-reto-nuevo-periodo-gobierno-materia-economica.html>
- *Secretaría Nacional de Planificación y Desarrollo.* (2013). Nueva Matriz productiva: [http://www.planificacion.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2013/01/matriz\\_productiva\\_WEBtodo.pdf](http://www.planificacion.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2013/01/matriz_productiva_WEBtodo.pdf)
- Superintendencia de Compañías. Anuario 2012, Recuperado en: [http://www.supercias.gob.ec/visorPDF.php?url=bd\\_supercias/descargas/ss/20121206105326.pdf](http://www.supercias.gob.ec/visorPDF.php?url=bd_supercias/descargas/ss/20121206105326.pdf)
- Unidad de Análisis Económico. Reporte de Perspectiva General del Ecuador. Revista Ekos [en línea] 2013, [fecha de consulta: 25 Julio del 2013] Disponible en: <http://www.ekosnegocios.com/revista/pdfTemas/612.pdf>
- [www.inec.gov.ec](http://www.inec.gov.ec)
- [www.mundobvg.com](http://www.mundobvg.com)
- [www.planificacion.gob.ec/la-inversion-publica-representa-alrededor-del-14-del-pib-ecuatoriano/](http://www.planificacion.gob.ec/la-inversion-publica-representa-alrededor-del-14-del-pib-ecuatoriano/)
- [www.proecuador.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2013/02/PROEC\\_GC2013\\_ECUADOR.pdf](http://www.proecuador.gob.ec/wp-content/uploads/downloads/2013/02/PROEC_GC2013_ECUADOR.pdf)
- [www.nissan.com.ec/sp/web/nscuploader/automotores-y-anexos-corporativo.html](http://www.nissan.com.ec/sp/web/nscuploader/automotores-y-anexos-corporativo.html)

- [www.adilisa.com/](http://www.adilisa.com/)
- [www.elrosado.com/sitio/QuienesSomos.jsp](http://www.elrosado.com/sitio/QuienesSomos.jsp)
- [www.incable.com.ec/index.php/es/nuestra-empresa/quienes-somos.html](http://www.incable.com.ec/index.php/es/nuestra-empresa/quienes-somos.html)
- [www.grifine.ec/empresa.html](http://www.grifine.ec/empresa.html)
- [www.launiversal.com.ec/nosotros.html](http://www.launiversal.com.ec/nosotros.html)
- [www.aeade.net](http://www.aeade.net)
- [www.creditoseconomicos.com/quienes-somos.aspx](http://www.creditoseconomicos.com/quienes-somos.aspx)

## ÍNDICE DE ANEXOS

<b>ANEXO 1</b>	RENTABILIDADES PATRIMONIALES SECTORIALES.....	117
	Indice de rentabilidad patrimonial 2002.....	117
	Indice de rentabilidad patrimonial 2003.....	117
	Indice de rentabilidad patrimonial 2004.....	118
	Indice de rentabilidad patrimonial 2005.....	118
	Indice de Rentabilidad Patrimonial 2006.....	119
	Indice de Rentabilidad Patrimonial 2007.....	120
	Indice de Rentabilidad Patrimonial 2008.....	121
	Indice de Rentabilidad Patrimonial 2009.....	122
	Indice de Rentabilidad Patrimonial 2010.....	123
	Indice de Rentabilidad Patrimonial 2011.....	124
<b>ANEXO 2</b>	TABLAS DE AMORTIZACION DE TITULOS DE RENTA FIJA.....	125
<b>ANEXO 3</b>	PRECIOS HISTORICOS DE ACCIONES ESCOGIDAS, DIVIDENDOS Y RETORNOS SIMPLES.....	129

## ANEXOS

### ANEXO 1 RENTABILIDADES PATRIMONIALES SECTORIALES

#### Indice de rentabilidad patrimonial 2002

ANO 2002	Agricultura	Minas y canteras	Industrias	Electricidad	Construcción	Comercio	Transportes y comunicación	Servicios a empresas	Servicios personales	TOTALES
U. BRUTA	-58.949.835	-3.728.667	413.279.028	-137.121.218	5.161.396	238.100.844	151.516.577	149.574.469	14.156.758	771.989.352
15% P. TRABAJADORES	-8.271.206	-12.832.707	-57.332.682	-4.032.078	-8.316.176	-48.257.788	-25.130.176	-12.890.619	-3.734.585	-180.798.017
IMPTO. A LA RENTA	-10.004.760	-19.697.468	-100.476.320	-6.552.774	-8.199.312	-68.076.175	-41.177.354	-26.237.449	-5.433.965	-285.855.577
UTILIDAD NETA	-77.225.801	-36.258.842	255.470.026	-147.706.070	-11.354.092	121.766.881	85.209.047	110.446.401	4.988.208	305.335.758
PATRIMONIO	775.511.068	672.890.473	2.771.375.202	1.919.950.866	410.436.233	1.644.568.206	1.286.568.430	1.700.132.278	193.553.081	11.374.975.837
RENTABILIDAD PATRIMONIAL	-9,96%	-5,39%	9,22%	-7,69%	-2,77%	7,40%	6,62%	6,50%	2,58%	2,68%
Nº DE CIAS	2.520	246	2.994	86	1.361	8.154	2.453	9.702	1.229	28.745

Gráfico: Elaborado por los Autores

Fuente: Superintendencia de Compañías

#### Indice de rentabilidad patrimonial 2003

ANO 2003	Agricultura	Minas y canteras	Industrias	Electricidad	Construcción	Comercio	Transportes y comunicación	Servicios a empresas	Servicios personales	TOTALES
U. BRUTA	-25.925.408	149.918.753	299.189.197	-314.079.378	11.161.938	196.462.671	229.196.445	108.491.715	5.907.515	660.323.448,00
15% P. TRABAJADORES	-9.666.019	-47.582.707	-48.673.212	-7.390.288	-5.262.612	-45.731.537	-35.346.073	-14.799.171	-3.585.970	-218.037.589,00
IMPTO. A LA RENTA	-9.962.822	-70.621.774	-90.438.928	-23.630.452	-10.552.564	-65.382.627	-52.470.215	-34.545.994	-5.298.177	-362.903.553,00
UTILIDAD NETA	-19.628.841	31.714.272	160.077.057	-345.100.118	-4.653.238	85.348.507	141.380.157	59.146.550	-2.976.632	79.382.306,00
PATRIMONIO	866.516.830	938.821.389	2.697.771.730	2.212.250.861	486.522.801	1.753.369.239	1.780.846.266	1.878.738.230	205.601.516	12.820.438.862,00
RENTABILIDAD PATRIMONIAL	-2,27%	3,38%	5,93%	-15,60%	-0,96%	4,87%	7,94%	3,15%	-1,45%	0,62%
Nº DE CIAS	2.646	264	3.002	93	1.519	8.849	2.769	10.937	1.370	31.449,00

Gráfico: Elaborado por los Autores

Fuente: Superintendencia de Compañías



### Indice de rentabilidad patrimonial 2004

ANO 2004	Agricultura	Minas y canteras	Industrias	Electricidad	Construcción	Comercio	Transportes y comunicación	Servicios a empresas	Servicios personales	TOTALES
U. BRUTA	34.852.661	778.965.860	384.392.293	-107.216.410	36.278.480	330.292.089	249.794.160	231.684.555	15.939.538	1.954.983.226
15% P. TRABAJADORES	-8.625.427	-138.940.890	-67.906.424	-15.004.358	-7.447.725	-62.009.029	-31.550.582	-18.763.719	-4.537.510	-354.785.664
IMPTO. A LA RENTA	-19.180.179	-197.833.505	-109.516.823	-26.212.206	-13.801.360	-92.948.431	-65.617.609	-41.301.760	-7.014.521	-573.426.394
UTILIDAD NETA	7.047.055	442.191.465	206.969.046	-148.432.974	15.029.395	175.334.629	152.625.969	171.619.076	4.387.507	1.026.771.168
PATRIMONIO	784.468.767	1.538.317.637	2.741.577.755	2.284.665.847	517.967.339	2.301.562.424	1.855.124.340	2.211.698.269	231.524.755	14.466.907.134
RENTABILIDAD PATRIMONIAL	0,90%	28,75%	7,55%	-6,50%	2,90%	7,62%	8,23%	7,76%	1,90%	7,10%
Nº DE CIAS	2.707	293	3.074	108	1.680	9.475	3.012	12.078	1.463	33.890

Gráfico: Elaborado por los Autores

Fuente: Superintendencia de Compañías

### Indice de rentabilidad patrimonial 2005

ANO 2005	Agricultura	Minas y canteras	Industrias	Electricidad	Construcción	Comercio	Transportes y comunicación	Servicios a empresas	Servicios personales	TOTALES
U. BRUTA	36.237.609	1.158.430.063	422.692.325	-134.317.211	57.951.609	478.780.740	166.160.347	395.262.423	31.208.588	2.612.416.493
15% P. TRABAJADORES	-9.746.503	-234.651.465	-71.567.860	-13.345.151	-8.878.435	-73.790.864	-36.485.870	-38.926.472	-5.690.590	-493.083.210
IMPTO. A LA RENTA	-12.955.077	-333.505.864	-110.028.647	-33.103.157	-16.527.767	-122.497.212	-56.542.566	-75.197.165	-8.568.448	-768.925.903
UTILIDAD NETA	13.536.029	590.272.734	241.095.818	-180.765.519	32.555.407	282.492.664	73.131.911	281.138.786	16.949.550	1.350.407.380
PATRIMONIO	847.309.308	1.922.882.991	2.604.943.751	2.398.732.732	561.236.928	2.499.974.749	1.841.263.119	2.546.140.647	240.867.003	15.463.351.228
RENTABILIDAD PATRIMONIAL	1,60%	30,70%	9,26%	-7,54%	5,80%	11,30%	3,97%	11,04%	7,04%	8,73%
Nº DE CIAS	2.354	276	2.675	107	1.510	8.673	2.789	11.083	1.359	30.826

Gráfico: Elaborado por los Autores

Fuente: Superintendencia de Compañías

### Índice de Rentabilidad Patrimonial 2006

AÑO 2006	Agricultura Ganadería Pesca, Caza y Silvicultura	Explotación de Minas y Canteras	Industrias Manufactureras	Suministros de Electricidad, Gas y Agua	Construcción	Comercio al por Mayor y al Por Menor	Hoteles y Restaurantes	Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	Intermediación Financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración Pública y Defensa	Educación	Actividades de Servicios Sociales y de Salud	Otras actividades Comunitarias Sociales y Personales de tipo Servicio	Hogares privados con Servicio Doméstico	Totales
U. BRUTA	6.627.816,33	27.101.816	889.190.560	-60.900.823	70.855.509	677.895.704	13.520.612	279.759.238	211.064.987	116.983.319	61.669	7.240.120	18.294.635	5.888.967	-459	2.267.583.675,21
1% P. TRABAJADORES	-5.847.334,75	-133.502.193	-132.170.619	-14.931.003	-9.701.136	-115.129.388	-2.374.550	-34.690.686	-2.981.324	-24.999.273	-3.135	-762.167	-2.896.352	-1.678.439	-	-481.667.599,46
IMPTO. A LA RENTA	-10.064.753,39	-189.973.012	-182.387.959	-25.306.979	-16.903.734	-154.445.862	-3.892.390	-50.918.900	-10.941.245	-54.406.402	-38.179	-2.051.561	-4.780.148	-2.853.023	-	-708.964.147,15
UTILIDAD NETA	-7.294.269,81	-296.373.387	574.631.982	-101.138.805	44.250.639	408.320.453	7.253.671	194.149.653	197.142.418	39.577.643	20.355	4.426.392	10.618.136	1.357.506	-459	1.076.351.928,60
PATRIMONIO	729.177.810,04	1.479.179.033,45	3.541.920.797,98	1.865.076.429,05	467.690.077,42	2.783.816.574,51	184.580.054,43	1.602.568.736,30	925.768.587,51	1.537.318.760,16	1.062.554,10	36.855.319,72	103.854.178,46	91.965.381,50	6.341,43	15.351.440.636,66
RENTABILIDAD PATRIMONIAL	-1,00%	-20,04%	16,22%	-5,42%	9,46%	14,67%	3,93%	12,11%	21,29%	2,57%	1,92%	12,01%	10,22%	1,48%	-7,24%	7,02%
Nº DE CÍAS	2.600,00	382,00	3.501,00	122,00	2.023,00	10.324,00	504,00	3.971,00	263,00	12.466,00	13,00	302,00	477,00	471,00	3	37.434,00

Grafico: Elaborado por los Autores

Fuente: Superintendencia de Compañías

### Índice de Rentabilidad Patrimonial 2007

AÑO 2007	Agricultura Ganadería Pesca, Caza y Silvicultura	Explotación de Minas y Canteras	Industrias Manufactureras	Suministros de Electricidad, Gas y Agua	Construcción	Comercio al por Mayor y al Por Menor	Hoteles y Restaurantes	Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	Intermediación Financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración Pública y Defensa	Educación	Actividades de Servicios Sociales y de Salud	Otros actividades Comunitarias Sociales y Personales de tipo Comunitario	Hogares privados con Servicio Doméstico	Totales
U. BRUTA	31.367.673,060	886.290.350,77	954.236.513,26	74.043.784,51	80.266.909,73	844.594.590,73	20.559.403,05	392.527.743,75	163.948.286,20	169.074.166,00	216.262,40	5.027.425,05	19.773.598,59	9.843.528,05	-50.786,74	3.651.719.448,41
15% P. TRABAJADORES	-9.837.430,850	-152.908.810,99	-142.591.369,03	-21.216.566,11	-13.169.704,98	-134.098.804,45	-3.542.882,28	-80.630.107,15	-2.026.527,34	-35.555.911,83	-5.551,85	-918.775,64	-3.544.632,54	-2.139.125,42	0,00	-602.186.200,46
IMP.TO. A LA RENTA	-15.537.209,870	-217.661.632,03	-218.346.766,67	-34.529.242,39	-18.829.804,22	-190.883.086,55	-5.911.983,83	-115.308.175,24	-6.057.114,65	-71.372.432,07	-6.1104,38	-1.586.575,11	-5.421.332,59	-4.584.637,80	-154,62	-906.091.252,02
UTILIDAD NETA	5.993.032,340	515.719.907,75	593.298.377,56	18.297.976,01	48.267.400,53	519.612.699,73	11.104.536,94	196.589.461,36	155.864.644,21	62.145.822,10	149.606,17	2.522.074,30	10.807.633,46	3.119.764,83	-50.941,36	2.143.441.995,93
PATRIMONIO	787.971.904,030	1.457.155.243,64	3.762.432.157,52	2.458.424.695,28	526.374.409,77	3.262.917.174,80	196.002.485,11	1.866.500.354,52	1.010.398.010,24	1.731.832.617,39	460.720,90	33.963.155,39	110.016.157,31	110.595.432,04	36.196,29	17.315.080.714,23
RENTABILIDAD PATRIMONIAL	0,76%	35,39%	15,77%	0,74%	9,17%	15,92%	5,67%	10,53%	15,43%	3,59%	32,47%	7,43%	9,82%	2,82%	-140,74%	12,36%
IV DE CÍAS	2.628,000	390,00	3.413,00	132,00	2.154,00	10.383,00	555,00	4.082,00	259,00	11.824,00	19,00	309,00	490,00	434,00	3,00	37.135,00

Grafico: Elaborado por los Autores

Fuente: Superintendencia de Compañías

### Índice de Rentabilidad Patrimonial 2008

AÑO 2008	Agricultura Ganadería Pesca, Caza y Silvicultura	Explotación de Minas y Canteras	Industria Manufacturera	Suministros de Electricidad, Gas y Agua	Construcción	Comercio al por Mayor y al Por Menor ....	Hoteles y Restaurantes	Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	Intermediación Financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración Pública y Defensa	Educación	Actividades de Servicios Sociales y de Salud	Ultra actividades Comunitarias Sociales y Personales de tipo Servicio	Hogares privados con Servicio Doméstico	Totales
U. BRUTA	88.712.542,71	1.033.543.318,74	1.251.036.362,86	66.366.134,16	37.738.366,36	1.214.548.730,19	23.749.042,26	-323.333.329,29	328.408.570,93	419.187.333,19	29.292,44	4.813.336,24	24.435.162,23	18.684.227,65	2.023,32	4.247.922.315,19
15% P. TRABAJADORES	-18.639.402,30	-150.540.359,49	-188.432.430,21	-7.890.618,33	-15.450.345,34	-166.785.411,19	-3.431.336,57	-88.014.031,18	-3.010.486,48	-48.082.295,33	-3.872,35	-1.048.820,74	-4.355.165,59	-3.172.432,43	-269,33	-638.918.119,22
IMP.TO. A LA RENTA	-79.540.183,63	-398.378.589,38	-334.898.019,19	-33.752.231,00	-28.773.466,76	-378.131.100,54	-27.837.864,23	-224.458.221,66	-156.798.851,28	-191.334.236,57	-35.272,31	-2.304.672,12	-7.857.421,94	-8.761.074,67	-651,04	-1.873.461.856,32
UTILIDAD NETA	-9.467.043,82	484.024.369,27	727.705.853,46	25.323.284,77	53.515.154,36	669.632.218,46	-7.580.218,54	-636.405.642,13	168.599.233,17	179.771.400,69	-9.852,22	1.459.843,38	12.222.574,70	6.750.660,55	1.102,35	1.675.542.339,05
PATRIMONIO	1.031.791.278,66	1.750.320.144,57	4.355.218.163,41	1.777.151.385,73	688.520.193,30	3.303.688.107,69	219.635.107,46	2.211.743.377,77	1.112.389.324,04	1.359.399.472,31	171.159,65	37.313.769,22	141.825.132,29	139.278.856,29	50.135,37	19.329.036.808,36
RENTABILIDAD PATRIMONIAL	-0,92%	27,65%	16,71%	1,42%	7,77%	17,15%	-3,45%	-28,77%	15,16%	9,17%	-5,76%	3,85%	8,62%	4,85%	2,20%	8,67%
Nº DE CÍAS	2.828,00	395,00	3.476,00	130,00	2.169,00	10.864,00	588,00	4.240,00	285,00	12.024,00	10,00	320,00	540,00	552,00	4,00	38.425,00

Grafico: Elaborado por los Autores

Fuente: Superintendencia de Compañías

### Índice de Rentabilidad Patrimonial 2009

AÑO 2009	Agricultura Ganadería Pesca, Caza y Silvicultura	Explotación de Minas y Canteras	Industrias Manufactureras	Suministros de Electricidad, Gas y Agua	Construcción	Comercio al por Mayor y al Por Menor	Hoteles y Restaurantes	Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	Intermediación Financiera	Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	Administración Pública y Defensa	Educación	Actividades de Servicios Sociales y de Salud	Otras actividades Comunitarias Sociales y Personales de tipo Servicios	Hogares privados con Servicio Doméstico	Totales
U. BRUTA	52.886.657,78	240.010.376,63	1.303.708.180,34	61.365.420,46	154.656.186,61	1.225.236.877,17	24.133.427,51	487.229.777,38	321.561.863,64	468.435.753,30	-4.488,44	7.684.860,16	31.891.223,03	27.054.556,95	2.088,70	4.405.312.762,48
15% P. TRABAJADORES	-14.670.380,38	-67.404.016,10	-208.312.163,33	-8.086.016,36	-23.873.299,84	-157.450.032,58	-4.665.621,28	-94.408.359,65	-7.341.395,36	-56.023.568,22	-5.021,42	-1.207.046,39	-4.395.245,63	-4.074.076,06	-313,31	-653.722.558,31
IMPTO. A LA RENTA	-24.535.572,65	-114.306.098,35	-310.047.431,30	-16.424.280,22	-40.793.687,07	-307.148.280,35	-7.469.215,78	-146.452.414,05	-32.330.797,55	-120.762.320,89	-42.126,05	-2.267.245,39	-8.187.443,33	-8.421.777,41	-834,38	-1.139.855.533,17
UTILIDAD NETA	13.620.704,15	58.300.262	784.748.585	36.855.123	83.977.200	760.638.564	11.398.530	246.369.004	280.689.670	231.643.865	-51.636	4.210.568	18.708.527	14.558.703	941	2.612.334.671,00
PATRIMONIO	1.074.107.484,16	1.581.188.321,30	4.869.414.578,60	1.271.803.089,34	753.448.190,20	4.358.578.348,58	241.430.332,32	1.390.895.811,37	1.369.802.934,30	2.134.850.508,22	492.341,59	39.894.048,39	148.036.539,32	144.384.716,63	48.022,72	13.378.436.470,04
RENTABILIDAD PATRIMONIAL	1,27%	3,63%	16,12%	2,90%	11,34%	17,45%	4,97%	17,71%	20,43%	13,86%	-10,43%	10,55%	12,64%	10,08%	1,36%	13,48%
Nº DE CÍAS	2.839,00	374	3.402	117	2.192	11.788	530	5.532	278	11.683	16	317	521	551	2	40.202,00

Grafico: Elaborado por los Autores

Fuente: Superintendencia de Compañías

### Índice de Rentabilidad Patrimonial 2010

AÑO 2010	AGRICULTURA Y PESCA	MINAS Y CANTERAS	INDUSTRIAS	ELECTRICIDAD, GAS	AGUA Y SANEAMIENTO	CONSTRUCCIÓN	COMERCIO	TRANSPORTE, ALMACENAMIENTO,	ALOJAMIENTO Y COMIDAS	FINANCIERAS Y SEGUROS	ACTIVIDADES INMOBILIARIAS	ACTIVIDADES PROFESIONALES	SERVICIOS ADMINISTRATIVOS	ENSEÑANZA	SAUD Y ASISTENCIA SOCIAL	ARTES Y RECREACIÓN	OTROS SERVICIOS	ORG. EXTRATERRESTRIOR.	TOTALES
U. BRUTA	106.468.484	687.200.345	1.106.984.661	-14.102.950	18.773.649	207.489.970	1.194.284.918	881.226.525	33.345.496	174.719.284	115.898.875	119.219.900	66.204.311	9.070.980	41.557.828	8.346.074	12.081.925	13.904	4.769.384.180
15% P. TRABAJADORES	-8.403.163	-18.260.246	-68.402.924	-2.619.664	-518.070	-4.865.499	-71.977.365	-14.557.145	-1.917.591	-4.152.152	-5.363.653	-5.349.142	-2.462.298	-634.320	-965.360	-270.349	-196.371	0	-211.516.511
IMPTO. A LA RENTA	-12.606.956	-28.539.663	-95.344.792	-2.595.752	-643.864	-6.554.153	-101.429.910	1.514.211	-2.883.587	-10.149.369	-14.023.721	-8.884.560	-3.825.441	-942.789	-1.132.335	-493.064	-510.732	0	-289.046.458
UTILIDAD NETA	85.458.365	640.400.435	943.236.944	-19.318.366	17.611.715	196.070.319	1.020.877.643	868.183.591	28.544.338	160.417.764	96.511.501	104.386.198	59.916.571	7.493.872	39.459.533	8.182.662	11.374.222	13.904	4.268.821.211
PATRIMONIO	1.243.354.961	2.208.152.089	3.900.458.091	1.496.514.275	90.653.866	898.323.556	3.790.404.406	2.387.435.701	224.618.622	896.207.662	1.180.608.566	332.123.514	252.281.635	51.004.389	174.838.872	27.634.482	48.460.515	171.526	19.203.306.721
RENTABILIDAD PATRIMONIAL	6,87%	29,00%	24,16%	-1,29%	19,43%	21,83%	26,93%	36,36%	12,71%	17,90%	8,17%	31,43%	23,75%	14,69%	22,57%	29,55%	29,47%	8,11%	22,23%
Nº DE CÍAS	3.166	527	3.902	170	153	3.502	12.013	5.071	935	351	6.091	3.892	2.952	470	708	219	251	3	44.396

Grafico: Elaborado por los Autores

Fuente: Superintendencia de Compañías

### Indice de Rentabilidad Patrimonial 2011

AÑO 2011	AGRICULTURA Y PESCA	MINAS Y CANTERAS	INDUSTRIAS	ELECTRICIDAD, GAS	AGUA Y SANEAMIENTO	CONSTRUCCIÓN	COMERCIO	TRANSPORTE, ALMACENAMIENTO, INFORMACION Y COMUNICACIÓN	ALOJAMIENTO Y COMIDAS	FINANCIERAS Y SEGUROS	ACTIVIDADES INMOBILIARIAS	ACTIVIDADES PROFESIONALES	SERVICIOS ADMINISTRATIVOS	ENSEÑANZA	SALUD Y ASISTENCIA SOCIAL	ARTES Y RECREACIÓN	OTROS SERVICIOS	ACT. HOGARES	ORG. EXTRATERRITOR.	TOTALES
UTILIDAD NETA NIIF	58.286.365	583.271.980	996.777.550	-708.184	15.006.761	81.022.123	762.172.399	716.134.790	13.432.376	122.403.039	57.459.438	30.838.066	5.718.366	1.982.069	14.379.221	265.140	5.166.133	0	0	3.463.607.632
UTILIDAD NETA NEC	101.930.523	23.328.298	192.545.377	8.696.104	9.009.931	107.463.397	383.694.410	83.073.830	19.031.445	52.582.408	73.947.979	104.041.095	39.134.318	4.262.599	25.955.183	615.588	5.509.914	4.857	1.910	1.234.829.166
TOTAL UTILIDAD NETA	160.216.888	606.600.278	1.189.322.927	7.987.920	24.016.692	188.485.520	1.145.866.809	799.208.620	32.463.821	174.985.447	131.407.417	134.879.161	44.852.684	6.244.668	40.334.404	880.728	10.676.047	4.857	1.910	4.698.436.798
PATRIMONIO NEC	559.853.047	65.503.432	859.536.125	33.578.924	21.671.331	442.482.930	1.381.814.477	415.865.784	128.785.773	200.708.762	617.161.730	281.194.745	254.715.935	37.835.671	90.817.386	19.838.876	16.040.595	8.788	8.270	5.427.422.581
PATRIMONIO NIIF	973.675.361	2.004.958.382	5.130.464.230	773.595.803	132.546.497	786.289.844	4.223.614.004	1.919.335.163	200.738.604	816.468.280	630.633.509	241.586.211	65.164.751	23.858.420	137.489.649	313.238	67.770.943	0	0	18.128.502.889
PATRIMONIO NETO	1.533.528.408	2.070.461.814	5.990.000.355	807.174.727	154.217.828	1.228.772.774	5.605.428.481	2.335.200.947	329.524.377	1.017.177.042	1.247.795.239	522.780.956	319.880.686	61.694.091	228.307.035	20.152.114	83.811.538	8.788	8.270	23.555.925.470
RENTABILIDAD PATRIMONIAL	10,45%	29,30%	19,86%	0,99%	15,57%	15,34%	20,44%	34,22%	9,85%	17,20%	10,53%	25,80%	14,02%	10,12%	17,67%	4,37%	12,74%	55,27%	23,10%	19,95%
Nº DE CIAS NEC	2.701	317	3.102	109	131	2.998	10.197	4.455	826	252	5.417	3.456	2.603	411	597	142	207	1	1	37.923
Nº DE CIAS NIIF	231	116	472	38	33	403	1.093	402	75	137	307	550	195	45	66	10	29	0	0	
TOTAL CIAS	2.932	433	3.574	147	164	3.401	11.290	4.857	901	389	5.724	4.006	2.798	456	663	152	236	1	1	42.125

Grafico: Elaborado por los Autores

Fuente: Superintendencia de Compañías

## ANEXO 2 TABLAS DE AMORTIZACION DE TITULOS DE RENTA FIJA

### Tabla de amortización de títulos de renta fija de AUTOMOTORES Y ANEXOS

TABLA DE AMORTIZACION TRIMESTRAL AUTOMOTORES Y ANEXOS						
	periodos pendientes a la fecha	periodos trimestrales	capital	intereses	amortizacion	cuota
ene-13		0	60.314,05	-	-	-
abr-13		1	57.298,35	1.168,58	3.015,70	4.184,29
jul-13	0	2	54.282,65	1.110,16	3.015,70	4.125,86
oct-13	1	3	51.266,95	1.051,73	3.015,70	4.067,43
ene-14	2	4	48.251,24	993,30	3.015,70	4.009,00
abr-14	3	5	45.235,54	934,87	3.015,70	3.950,57
jul-14	4	6	42.219,84	876,44	3.015,70	3.892,14
oct-14	5	7	39.204,14	818,01	3.015,70	3.833,71
ene-15	6	8	36.188,43	759,58	3.015,70	3.775,28
abr-15	7	9	33.172,73	701,15	3.015,70	3.716,85
jul-15	8	10	30.157,03	642,72	3.015,70	3.658,42
oct-15	9	11	27.141,32	584,29	3.015,70	3.600,00
ene-16	10	12	24.125,62	525,86	3.015,70	3.541,57
abr-16	11	13	21.109,92	467,43	3.015,70	3.483,14
jul-16	12	14	18.094,22	409,00	3.015,70	3.424,71
oct-16	13	15	15.078,51	350,58	3.015,70	3.366,28
ene-17	14	16	12.062,81	292,15	3.015,70	3.307,85
abr-17	15	17	9.047,11	233,72	3.015,70	3.249,42
jul-17	16	18	6.031,41	175,29	3.015,70	3.190,99
oct-17	17	19	3.015,70	116,86	3.015,70	3.132,56
ene-18	18	20	(0,00)	58,43	3.015,70	3.074,13

Fuente: Elaborado por Autores

### Tabla de amortización de título de renta fija de ADILISA

TABLA DE AMORTIZACION TRIMESTRAL ADILISA						
	periodos pendientes a la fecha	periodos trimestrales	capital	intereses	amortizacion	cuota
jul-13	0	0	54.190,09	-	-	-
oct-13	1	1	51.480,59	1.083,80	2.709,50	3.793,31
ene-14	2	2	48.771,09	1.029,61	2.709,50	3.739,12
abr-14	3	3	46.061,58	975,42	2.709,50	3.684,93
jul-14	4	4	43.352,08	921,23	2.709,50	3.630,74
oct-14	5	5	40.642,57	867,04	2.709,50	3.576,55
ene-15	6	6	37.933,07	812,85	2.709,50	3.522,36
abr-15	7	7	35.223,56	758,66	2.709,50	3.468,17
jul-15	8	8	32.514,06	704,47	2.709,50	3.413,98
oct-15	9	9	29.804,55	650,28	2.709,50	3.359,79
ene-16	10	10	27.095,05	596,09	2.709,50	3.305,60
abr-16	11	11	24.385,54	541,90	2.709,50	3.251,41
jul-16	12	12	21.676,04	487,71	2.709,50	3.197,22
oct-16	13	13	18.966,53	433,52	2.709,50	3.143,03
ene-17	14	14	16.257,03	379,33	2.709,50	3.088,84
abr-17	15	15	13.547,52	325,14	2.709,50	3.034,65
jul-17	16	16	10.838,02	270,95	2.709,50	2.980,46
oct-17	17	17	8.128,51	216,76	2.709,50	2.926,27
ene-18	18	18	5.419,01	162,57	2.709,50	2.872,08
abr-18	19	19	2.709,50	108,38	2.709,50	2.817,88
jul-18	20	20	(0,00)	54,19	2.709,50	2.763,69

Fuente: Elaborado por Autores



### Tabla de amortización de título de renta fija de CREDICOSA

TABLA DE AMORTIZACION TRIMESTRAL CREDICOSA						
	periodos pendientes a la fecha	periodos trimestrales	capital	intereses	amortizacion	cuota
ene-13		0	1.441.866,77	-	-	-
abr-13		1	1.369.773,43	27.936,17	72.093,34	100.029,51
jul-13	0	2	<b>1.297.680,09</b>	26.539,36	72.093,34	98.632,70
oct-13	1	3	1.225.586,75	25.142,55	72.093,34	97.235,89
ene-14	2	4	1.153.493,42	23.745,74	72.093,34	95.839,08
abr-14	3	5	1.081.400,08	22.348,93	72.093,34	94.442,27
jul-14	4	6	1.009.306,74	20.952,13	72.093,34	93.045,46
oct-14	5	7	937.213,40	19.555,32	72.093,34	91.648,66
ene-15	6	8	865.120,06	18.158,51	72.093,34	90.251,85
abr-15	7	9	793.026,72	16.761,70	72.093,34	88.855,04
jul-15	8	10	720.933,38	15.364,89	72.093,34	87.458,23
oct-15	9	11	648.840,05	13.968,08	72.093,34	86.061,42
ene-16	10	12	576.746,71	12.571,28	72.093,34	84.664,61
abr-16	11	13	504.653,37	11.174,47	72.093,34	83.267,81
jul-16	12	14	432.560,03	9.777,66	72.093,34	81.871,00
oct-16	13	15	360.466,69	8.380,85	72.093,34	80.474,19
ene-17	14	16	288.373,35	6.984,04	72.093,34	79.077,38
abr-17	15	17	216.280,02	5.587,23	72.093,34	77.680,57
jul-17	16	18	144.186,68	4.190,43	72.093,34	76.283,76
oct-17	17	19	72.093,34	2.793,62	72.093,34	74.886,96
ene-18	18	20	0,00	1.396,81	72.093,34	73.490,15

Fuente: Elaborado por Autores

### Tabla de amortización de título de renta fija de CORPORACIÓN EL ROSADO

TABLA DE AMORTIZACION TRIMESTRAL CORPORACION EL ROSADO						
	periodos pendientes a la fecha	periodos trimestrales	capital	intereses	amortizacion	cuota
jun-13		0	57.395,16	-	-	-
sep-13	0	1	<b>54.525,40</b>	1.004,42	2.869,76	3.874,17
dic-13	1	2	51.655,65	954,19	2.869,76	3.823,95
mar-14	2	3	48.785,89	903,97	2.869,76	3.773,73
jun-14	3	4	45.916,13	853,75	2.869,76	3.723,51
sep-14	4	5	43.046,37	803,53	2.869,76	3.673,29
dic-14	5	6	40.176,61	753,31	2.869,76	3.623,07
mar-15	6	7	37.306,86	703,09	2.869,76	3.572,85
jun-15	7	8	34.437,10	652,87	2.869,76	3.522,63
sep-15	8	9	31.567,34	602,65	2.869,76	3.472,41
dic-15	9	10	28.697,58	552,43	2.869,76	3.422,19
mar-16	10	11	25.827,82	502,21	2.869,76	3.371,97
jun-16	11	12	22.958,06	451,99	2.869,76	3.321,75
sep-16	12	13	20.088,31	401,77	2.869,76	3.271,52
dic-16	13	14	17.218,55	351,55	2.869,76	3.221,30
mar-17	14	15	14.348,79	301,32	2.869,76	3.171,08
jun-17	15	16	11.479,03	251,10	2.869,76	3.120,86
sep-17	16	17	8.609,27	200,88	2.869,76	3.070,64
dic-17	17	18	5.739,52	150,66	2.869,76	3.020,42
mar-18	18	19	2.869,76	100,44	2.869,76	2.970,20
jun-18	19	20	(0,00)	50,22	2.869,76	2.919,98

Fuente: Elaborado por Autores

### Tabla de amortización de título de renta fija de AGNAMAR

TABLA DE AMORTIZACION TRIMESTRAL AGNAMAR						
	periodos pendientes a la fecha	periodos trimestrales	capital	intereses	amortizacion	cuota
mar-13		0	3.002.582,43	-	-	-
jun-13		1	2.852.453,31	60.051,65	150.129,12	210.180,77
sep-13	0	2	<b>2.702.324,19</b>	57.049,07	150.129,12	207.178,19
dic-13	1	3	2.552.195,07	54.046,48	150.129,12	<b>204.175,61</b>
mar-14	2	4	2.402.065,94	51.043,90	150.129,12	<b>201.173,02</b>
jun-14	3	5	2.251.936,82	48.041,32	150.129,12	<b>198.170,44</b>
sep-14	4	6	2.101.807,70	45.038,74	150.129,12	<b>195.167,86</b>
dic-14	5	7	1.951.678,58	42.036,15	150.129,12	<b>192.165,28</b>
mar-15	6	8	1.801.549,46	39.033,57	150.129,12	<b>189.162,69</b>
jun-15	7	9	1.651.420,34	36.030,99	150.129,12	<b>186.160,11</b>
sep-15	8	10	1.501.291,22	33.028,41	150.129,12	<b>183.157,53</b>
dic-15	9	11	1.351.162,09	30.025,82	150.129,12	<b>180.154,95</b>
mar-16	10	12	1.201.032,97	27.023,24	150.129,12	<b>177.152,36</b>
jun-16	11	13	1.050.903,85	24.020,66	150.129,12	<b>174.149,78</b>
sep-16	12	14	900.774,73	21.018,08	150.129,12	<b>171.147,20</b>
dic-16	13	15	750.645,61	18.015,49	150.129,12	<b>168.144,62</b>
mar-17	14	16	600.516,49	15.012,91	150.129,12	<b>165.142,03</b>
jun-17	15	17	450.387,36	12.010,33	150.129,12	<b>162.139,45</b>
sep-17	16	18	300.258,24	9.007,75	150.129,12	<b>159.136,87</b>
dic-17	17	19	150.129,12	6.005,16	150.129,12	<b>156.134,29</b>
mar-18	18	20	0,00	3.002,58	150.129,12	<b>153.131,70</b>

Fuente: Elaborado por Autores

### Tabla de amortización de título de renta fija de UNIVERSAL

TABLA DE AMORTIZACION TRIMESTRAL UNIVERSAL						
	periodos pendientes a la fecha	periodos trimestrales	capital	intereses	amortizacion	cuota
jun-13		0	57.208,56	-	-	-
sep-13	0	1	<b>54.348,13</b>	1.108,42	2.860,43	3.968,84
dic-13	1	2	51.487,70	1.053,00	2.860,43	<b>3.913,42</b>
mar-14	2	3	48.627,28	997,57	2.860,43	<b>3.858,00</b>
jun-14	3	4	45.766,85	942,15	2.860,43	<b>3.802,58</b>
sep-14	4	5	42.906,42	886,73	2.860,43	<b>3.747,16</b>
dic-14	5	6	40.045,99	831,31	2.860,43	<b>3.691,74</b>
mar-15	6	7	37.185,56	775,89	2.860,43	<b>3.636,32</b>
jun-15	7	8	34.325,14	720,47	2.860,43	<b>3.580,90</b>
sep-15	8	9	31.464,71	665,05	2.860,43	<b>3.525,48</b>
dic-15	9	10	28.604,28	609,63	2.860,43	<b>3.470,06</b>
mar-16	10	11	25.743,85	554,21	2.860,43	<b>3.414,64</b>
jun-16	11	12	22.883,42	498,79	2.860,43	<b>3.359,22</b>
sep-16	12	13	20.023,00	443,37	2.860,43	<b>3.303,79</b>
dic-16	13	14	17.162,57	387,95	2.860,43	<b>3.248,37</b>
mar-17	14	15	14.302,14	332,52	2.860,43	<b>3.192,95</b>
jun-17	15	16	11.441,71	277,10	2.860,43	<b>3.137,53</b>
sep-17	16	17	8.581,28	221,68	2.860,43	<b>3.082,11</b>
dic-17	17	18	5.720,86	166,26	2.860,43	<b>3.026,69</b>
mar-18	18	19	2.860,43	110,84	2.860,43	<b>2.971,27</b>
jun-18	19	20	(0,00)	55,42	2.860,43	<b>2.915,85</b>

Fuente: Elaborado por Autores

### Tabla de amortización de título de renta fija de GRIFINE

TABLA DE AMORTIZACION TRIMESTRAL GRIFINE						
	periodos pendientes a la fecha	periodos trimestrales	capital	intereses	amortizacion	cuota
ene-13		0	60.005,56	-	-	(60.005,56)
abr-13		1	57.005,28	1.200,11	3.000,28	4.200,39
jul-13	0	2	<b>54.005,01</b>	1.140,11	3.000,28	4.140,38
oct-13	1	3	51.004,73	1.080,10	3.000,28	4.080,38
ene-14	2	4	48.004,45	1.020,09	3.000,28	4.020,37
abr-14	3	5	45.004,17	960,09	3.000,28	3.960,37
jul-14	4	6	42.003,89	900,08	3.000,28	3.900,36
oct-14	5	7	39.003,62	840,08	3.000,28	3.840,36
ene-15	6	8	36.003,34	780,07	3.000,28	3.780,35
abr-15	7	9	33.003,06	720,07	3.000,28	3.720,34
jul-15	8	10	30.002,78	660,06	3.000,28	3.660,34
oct-15	9	11	27.002,50	600,06	3.000,28	3.600,33
ene-16	10	12	24.002,22	540,05	3.000,28	3.540,33
abr-16	11	13	21.001,95	480,04	3.000,28	3.480,32
jul-16	12	14	18.001,67	420,04	3.000,28	3.420,32
oct-16	13	15	15.001,39	360,03	3.000,28	3.360,31
ene-17	14	16	12.001,11	300,03	3.000,28	3.300,31
abr-17	15	17	9.000,83	240,02	3.000,28	3.240,30
jul-17	16	18	6.000,56	180,02	3.000,28	3.180,29
oct-17	17	19	3.000,28	120,01	3.000,28	3.120,29
ene-18	18	20	(0,00)	60,01	3.000,28	3.060,28

Fuente: Elaborado por Autores

### Tabla de amortización de título de renta fija de INCABLE

TABLA DE AMORTIZACION TRIMESTRAL INCABLE						
	periodos pendientes a la fecha	periodos trimestrales	capital	intereses	amortizacion	cuota
sep-13	0	0	<b>1.186.291,12</b>	-	-	(1.186.291,12)
dic-13	1	1	1.186.291,12	24.467,25	-	24.467,25
mar-14	2	2	1.067.662,00	24.467,25	118.629,11	143.096,37
jun-14	3	3	1.067.662,00	22.020,53	-	22.020,53
sep-14	4	4	949.032,89	22.020,53	118.629,11	140.649,64
dic-14	5	5	949.032,89	19.573,80	-	19.573,80
mar-15	6	6	830.403,78	19.573,80	118.629,11	138.202,92
jun-15	7	7	830.403,78	17.127,08	-	17.127,08
sep-15	8	8	711.774,67	17.127,08	118.629,11	135.756,19
dic-15	9	9	711.774,67	14.680,35	-	14.680,35
mar-16	10	10	593.145,56	14.680,35	118.629,11	133.309,46
jun-16	11	11	593.145,56	12.233,63	-	12.233,63
sep-16	12	12	474.516,45	12.233,63	118.629,11	130.862,74
dic-16	13	13	474.516,45	9.786,90	-	9.786,90
mar-17	14	14	355.887,33	9.786,90	118.629,11	128.416,01
jun-17	15	15	355.887,33	7.340,18	-	7.340,18
sep-17	16	16	237.258,22	7.340,18	118.629,11	125.969,29
dic-17	17	17	237.258,22	4.893,45	-	4.893,45
mar-18	18	18	118.629,11	4.893,45	118.629,11	123.522,56
jun-18	19	19	118.629,11	2.446,73	-	2.446,73
sep-18	20	20	-	2.446,73	118.629,11	121.075,84

Fuente: Elaborado por Autores

**ANEXO 3 PRECIOS HISTORICOS DE ACCIONES ESCOGIDAS, DIVIDENDOS Y RETORNOS SIMPLES**

fecha	Holcim	Dividendos Holcim	Compañía de Cervezas Nacionales	Dividendos CN	Rent Holcim	Rent Cn
02/05/2012	58,02		42			
03/05/2012	58,02		42		0	0
04/05/2012	58,02		42		0	0
07/05/2012	58,02		42		0	0
08/05/2012	58,02		42		0	0
09/05/2012	58,02		42		0	0
10/05/2012	58,02		42		0	0
11/05/2012	58,02		42		0	0
14/05/2012	58,02		42		0	0
15/05/2012	58,02		42		0	0
16/05/2012	58,02		42		0	0
17/05/2012	58,02		42		0	0
18/05/2012	58,02		42		0	0
21/05/2012	58,02		42		0	0
22/05/2012	58,02		42		0	0
23/05/2012	58,02		42		0	0
24/05/2012	58,02		42		0	0
25/05/2012	58,02		42		0	0
28/05/2012	58,02		42		0	0
29/05/2012	58,02		42		0	0
30/05/2012	58,02		42		0	0
31/05/2012	58,02		42		0	0
01/06/2012	58,02		42		0	0
04/06/2012	58,02		42		0	0
05/06/2012	58,02		42		0	0
06/06/2012	58,02		42		0	0
07/06/2012	58,02		42		0	0
08/06/2012	58,02		42		0	0
11/06/2012	58,02		42		0	0
12/06/2012	58,02		42		0	0
13/06/2012	58,02		42		0	0
14/06/2012	58,02		42		0	0
15/06/2012	61		42		0,051361599	0
18/06/2012	61		42		0	0

19/06/2012	61		42		0	0
20/06/2012	61		42		0	0
21/06/2012	61		42		0	0
22/06/2012	61		42		0	0
25/06/2012	61		42		0	0
26/06/2012	61		42		0	0
27/06/2012	61		42		0	0
28/06/2012	61		42		0	0
29/06/2012	61		42		0	0
02/07/2012	61		42		0	0
03/07/2012	61		42		0	0
04/07/2012	61		42		0	0
05/07/2012	61		42		0	0
06/07/2012	61		42		0	0
09/07/2012	61		42		0	0
10/07/2012	61		42		0	0
11/07/2012	61		42		0	0
12/07/2012	61		42		0	0
13/07/2012	61		42		0	0
16/07/2012	61		42		0	0
17/07/2012	61		42		0	0
18/07/2012	61		42		0	0
19/07/2012	61		42		0	0
20/07/2012	61		42		0	0
23/07/2012	61		42		0	0
24/07/2012	61		42		0	0
26/07/2012	61		42		0	0
27/07/2012	61		42		0	0
30/07/2012	61		42		0	0
31/07/2012	61		42		0	0
01/08/2012	61		42		0	0
02/08/2012	61		42		0	0
03/08/2012	61		42		0	0
06/08/2012	61		42		0	0
07/08/2012	61		42		0	0
08/08/2012	61		42		0	0

09/08/2012	61		42		0	0
13/08/2012	61		42		0	0
14/08/2012	61		42		0	0
15/08/2012	61		42		0	0
16/08/2012	61		42		0	0
17/08/2012	61		42		0	0
20/08/2012	61	1,27	42,3		0,020819672	0,007142857
21/08/2012	61		42,3		0	0
22/08/2012	61		42,3		0	0
23/08/2012	61		42,3		0	0
24/08/2012	61		42,3		0	0
27/08/2012	61		42,3		0	0
28/08/2012	61		42,3		0	0
29/08/2012	62,25		42,3		0,020491803	0
30/08/2012	62,25		42,3		0	0
31/08/2012	62,25		42,3		0	0
03/09/2012	62,25		42,3		0	0
04/09/2012	62,25		42,3		0	0
05/09/2012	62,25		42,3		0	0
06/09/2012	62,25		42,3		0	0
07/09/2012	62,25		42,3		0	0
10/09/2012	62,25		42,3		0	0
11/09/2012	62,25		42,3		0	0
12/09/2012	62,25		42,3		0	0
13/09/2012	62,25		42,3		0	0
14/09/2012	62,25		42,3		0	0
17/09/2012	62,25		42,3		0	0
18/09/2012	62,25		42,3		0	0
19/09/2012	62,25		42,3		0	0
20/09/2012	62,25		42,3		0	0
21/09/2012	62,25		42,3		0	0
24/09/2012	62,25		42,3		0	0
25/09/2012	62,25		42,3		0	0
26/09/2012	62,25		42,3		0	0
27/09/2012	62,25		42,3		0	0
28/09/2012	62,25		42,3		0	0

01/10/2012	62,25		42,3		0	0
02/10/2012	62,25		42,3		0	0
03/10/2012	62,25		42,3		0	0
04/10/2012	62,25		42,3		0	0
05/10/2012	62,25		42,3		0	0
08/10/2012	62,25		42,3		0	0
09/10/2012	62,25		42,3		0	0
10/10/2012	62,25		42,3		0	0
11/10/2012	62,25		42,3		0	0
15/10/2012	62,25		42,3		0	0
16/10/2012	62,25		42,3		0	0
17/10/2012	62,25		42,3		0	0
18/10/2012	62,25		42,3		0	0
19/10/2012	62,25		42,3		0	0
22/10/2012	62,25		42,3		0	0
23/10/2012	62,25		42,3		0	0
24/10/2012	62,25		42,3		0	0
25/10/2012	62,25		42,3		0	0
26/10/2012	62,25		42,3		0	0
29/10/2012	62,25		42,3		0	0
30/10/2012	62,25		42,3		0	0
31/10/2012	62,25		42,3		0	0
01/11/2012	62,25		42,3		0	0
05/11/2012	62,25		42,3		0	0
06/11/2012	62,25		42,3		0	0
07/11/2012	62,25		42,3		0	0
08/11/2012	62,25	0,82	42,3		0,013172691	0
09/11/2012	62,25		42,3		0	0
12/11/2012	62,25		42,3		0	0
13/11/2012	62,25		42,3		0	0
14/11/2012	62,25		42,3		0	0
15/11/2012	62,25		42,2		0	-0,002364066
16/11/2012	62,25		42,2		0	0
19/11/2012	62,25		42,2		0	0
20/11/2012	62,25		42,2		0	0
21/11/2012	62,25		42,2		0	0

22/11/2012	62,25		42,2		0	0
23/11/2012	62,25		42,2		0	0
26/11/2012	62,25		42,2		0	0
27/11/2012	62,25		42,2		0	0
28/11/2012	62,25		42,2		0	0
29/11/2012	62,25		42,2		0	0
30/11/2012	62,25		42,2		0	0
03/12/2012	62,25		42,2		0	0
04/12/2012	62,25		42,2		0	0
05/12/2012	62,25		42,2		0	0
06/12/2012	62,25		42,2		0	0
07/12/2012	62,25		42,2		0	0
10/12/2012	62,25		42,2		0	0
11/12/2012	62,25		42,2		0	0
12/12/2012	62,25		42,2	1,6	0	0,037914692
13/12/2012	62,25		42,2		0	0
14/12/2012	62,25		42,2		0	0
17/12/2012	62,25		42,2		0	0
18/12/2012	62,25		42,2		0	0
19/12/2012	62,25		42,2		0	0
20/12/2012	62,25		42,53		0	0,007819905
21/12/2012	62,25		42,53		0	0
26/12/2012	62,25		42,53		0	0
27/12/2012	62,25		42,53		0	0
28/12/2012	62,25		42,53		0	0
02/01/2013	63,39		43,09		0,018377262	0,013172961
03/01/2013	63,42		43,11		0,000438726	0,000461265
04/01/2013	63,45		43,13		0,000438534	0,000461053
07/01/2013	63,48		43,15		0,000438342	0,00046084
08/01/2013	63,51		43,17		0,00043815	0,000460628
09/01/2013	63,53		43,19		0,000437958	0,000460416
10/01/2013	63,56		43,21		0,000437766	0,000460204
11/01/2013	63,59		43,23		0,000437575	0,000459992
14/01/2013	63,62		43,25		0,000437383	0,000459781
15/01/2013	63,64		43,27		0,000437192	0,00045957
16/01/2013	63,67		43,29		0,000437001	0,000459358



17/01/2013	63,70		43,31		0,00043681	0,000459148
18/01/2013	63,73		43,33		0,000436619	0,000458937
21/01/2013	63,76		43,35		0,000436429	0,000458726
22/01/2013	63,78		43,37		0,000436238	0,000458516
23/01/2013	63,81		43,39		0,000436048	0,000458306
24/01/2013	63,84		43,41		0,000435858	0,000458096
25/01/2013	63,87		43,43		0,000435668	0,000457886
28/01/2013	63,89		43,45		0,000435479	0,000457677
29/01/2013	63,92		43,47		0,000435289	0,000457467
30/01/2013	63,95		43,49		0,0004351	0,000457258
31/01/2013	63,98		43,51		0,00043491	0,000457049
01/02/2013	64,01		43,53		0,000434721	0,00045684
04/02/2013	64,03		43,55		0,000434532	0,000456632
05/02/2013	64,06		43,57		0,000434344	0,000456423
06/02/2013	64,09		43,59		0,000434155	0,000456215
07/02/2013	64,12		43,61		0,000433967	0,000456007
08/02/2013	64,14		43,63		0,000433778	0,000455799
13/02/2013	64,17		43,65		0,00043359	0,000455591
14/02/2013	64,20		43,67		0,000433402	0,000455384
15/02/2013	64,23		43,69		0,000433215	0,000455177
18/02/2013	64,26		43,71		0,000433027	0,00045497
19/02/2013	64,28		43,73		0,00043284	0,000454763
20/02/2013	64,31		43,75		0,000432652	0,000454556
21/02/2013	64,34		43,77		0,000432465	0,000454349
22/02/2013	64,37		43,79		0,000432278	0,000454143
25/02/2013	64,40	3,42	43,81		0,053564556	0,000453937
26/02/2013	64,42		43,83		0,000431905	0,000453731
27/02/2013	64,45		43,85		0,000431718	0,000453525
28/02/2013	64,48		43,87		0,000431532	0,00045332
01/03/2013	64,51		43,89		0,000431346	0,000453114
04/03/2013	64,53		43,91		0,00043116	0,000452909
05/03/2013	64,56		43,93		0,000430974	0,000452704
06/03/2013	64,59		43,94		0,000430789	0,000452499
07/03/2013	64,62		43,96		0,000430603	0,000452294
08/03/2013	64,65		43,98		0,000430418	0,00045209
11/03/2013	64,67		44,00		0,000430233	0,000451886

12/03/2013	64,70		44,02		0,000430048	0,000451682
13/03/2013	64,73		44,04		0,000429863	0,000451478
14/03/2013	64,76		44,06		0,000429678	0,000451274
15/03/2013	64,78		44,08		0,000429493	0,00045107
18/03/2013	64,81		44,10		0,000429309	0,000450867
19/03/2013	64,84		44,12		0,000429125	0,000450664
20/03/2013	64,87		44,14		0,000428941	0,000450461
21/03/2013	64,90		44,16		0,000428757	0,000450258
22/03/2013	64,92		44,18	2,68	0,000428573	0,06113358
25/03/2013	64,95		44,20		0,000428389	0,000449853
26/03/2013	64,98		44,22		0,000428206	0,000449651
27/03/2013	65,01		44,24		0,000428023	0,000449448
28/03/2013	65,03		44,26		0,00042784	0,000449247
01/04/2013	65,06		44,28		0,000427657	0,000449045
02/04/2013	65,09		44,30		0,000427474	0,000448843
03/04/2013	65,12		44,32		0,000427291	0,000448642
04/04/2013	65,15		44,34		0,000427109	0,000448441
05/04/2013	65,17		44,36		0,000426926	0,00044824
08/04/2013	65,20		44,38		0,000426744	0,000448039
09/04/2013	65,23		44,40		0,000426562	0,000447838
10/04/2013	65,26		44,42		0,00042638	0,000447638
11/04/2013	65,29		44,44		0,000426199	0,000447437
12/04/2013	65,31		44,46		0,000426017	0,000447237
15/04/2013	65,34		44,48		0,000425836	0,000447037
16/04/2013	65,37		44,50		0,000425654	0,000446838
17/04/2013	65,40		44,52		0,000425473	0,000446638
18/04/2013	65,42		44,54		0,000425292	0,000446439
19/04/2013	65,45		44,56		0,000425111	0,000446239
22/04/2013	65,48		44,58		0,000424931	0,00044604
23/04/2013	65,51		44,60		0,00042475	0,000445842
24/04/2013	65,54		44,62		0,00042457	0,000445643
25/04/2013	65,56		44,64		0,00042439	0,000445444
26/04/2013	65,59		44,66		0,00042421	0,000445246
29/04/2013	65,62		44,68		0,00042403	0,000445048
30/04/2013	65,65		44,70		0,00042385	0,00044485

Fuente: Bolsa de Valores de Guayaquil