ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL

Facultad de Ciencias Humanísticas y Económicas

"DETERMINACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO ÓPTIMA PARA EMPRESAS ECUATORIANAS: CASO CORPORACIÓN FAVORITA C.A."

Tesis de grado

Previa a la obtención del Título de:

ECONOMISTA CON ESPECIALIZACIÓN EN FINANZAS

Presentado por:

Esteban Andrés Monteverde Villón

Jorge Luis García Pérez

José Ricardo Chiriboga Heras

Guayaquil-Ecuador

2008

AGRADECIMIENTO

A todas aquellas personas que
colaboraron con nosotros
para la realización del presente trabajo
ya que con sus palabras
de aliento y su guía nos impulsaron
a la consecución de las metas propuestas.

DEDICATORIA

Le dedico el presente trabajo a Dios,

a mis padres por ser lo que soy, a Cecilia por estar

conmigo a cada momento, a mi hija y a mis hermanos.

Esteban Andrés

Dedico el presente trabajo a mis padres,

por haber depositado su confianza en mí,

y a Evelyn por su apoyo incondicional.

Jorge Luis

Dedico este presente trabajo a mis padres y

hermanos, los que estuvieron presentes en cada momento duro

y en cada triunfo de mi vida, además a mi novia, a todos ellos quienes

fueron y serán mi fortaleza para seguir adelante.

José Ricardo

TRIBUNAL DE GRADO

ING. OSCAR MENDOZA MACÍAS, DECANO
PRESIDENTE

MSC. MARÍA ELENA ROMERO MONTOYA
Directora de Tesis

ECON. PEDRO GANDO CAÑARTE
Vocal Principal

ECON. MERCEDES BAÑOS HIFONG
Vocal Principal

DECLARACIÓN EXPRESA

"La responsabilidad del contenido de esta tesis de graduación, nos corresponde exclusivamente; y el patrimonio intelectual de la misma a la ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL"

ESTEBAN ANDRÉS MONTEVERDE VILLÓN

JORGE LUIS GARCÍA PÉREZ

JOSÉ RICARDO CHIRIBOGA HERAS

RESUMEN

El presente estudio propone encontrar empíricamente la estructura de financiamiento óptima para la Corporación Favorita C.A. que maximice su valor de mercado, teniendo en cuenta los riesgos y costos que aquello conlleva. El objetivo es hallar la combinación ideal entre deuda y patrimonio que minimice los costos de insolvencia y las dificultades financieras. La teoría acerca de esta tema es muy extensa y variada, desde la hipótesis tradicional de David Durand(1952), las proposiciones MM de Miller y Modigliani(1958) pioneros en la teoría de financiamiento, hasta las propuestas y trabajos de los últimos años como el de Juan Mascareñas(2001).

Luego de revisar la teoría y hacer el análisis financiero de la empresa, proyectamos los estados financieros hasta encontrar los flujos de efectivo que nos ayudarán a valorar la empresa, utilizando el método del VAN (Valor Actual Neto). Finalmente se obtuvo que el nivel de endeudamiento óptimo para la Corporación Favorita C.A. que maximiza su valor es 10%, es decir cualquier otro nivel de endeudamiento que la empresa utilice no le generará el mayor valor de mercado.

ÍNDICE GENERAL

CAPÍTULO III
Análisis de Datos y Planteamiento

ANEXOS

INTRODUCCIÓN

El presente trabajo tiene como finalidad encontrar la estructura de financiamiento óptima para la empresa CORPORACIÓN FAVORITA C.A. que maximice su valor, teniendo en cuenta todos los costos que conlleva el financiarse mediante deuda o capital propio. Para hallar ese punto de equilibrio hemos procedido de la siguiente manera.

En primer lugar revisaremos las teorías existentes sobre estructura de financiamiento, tomando como referencia la Teoría de Modigliani y Miller quienes fueron los pioneros en desarrollar la hipótesis de que el valor de mercado de la empresa es independiente de la estructura de financiamiento que aplique. Además veremos las teorías actuales que contrastan esta hipótesis. Conforme desarrollamos el marco teórico iremos analizando que teoría se ajusta a nuestro objetivo.

Concluido el marco teórico, se realizará una breve reseña de los antecedentes de la empresa, además de un análisis situacional de la empresa, revisando la información financiera en los años 2003 a 2007.

Una vez concluido el estudio de la empresa y teniendo los supuestos que nos servirán a elaborar nuestros flujos y proyecciones, hacemos un análisis de sensibilidad para varios niveles de deuda.

Finalmente, encontraremos la estructura de financiamiento óptima para la empresa que maximice su valor de mercado. Para terminar con el estudio estableceremos las conclusiones y recomendaciones pertinentes que nos dirán que nivel de endeudamiento es el que mejor puede utilizar la empresa si desea maximizar su valor, tomando en cuenta todos los costos y riesgos en que se pueden incurrir. Además sentar un precedente para trabajos futuros.

CAPÍTULO I: FUNDAMENTACIÓN TEÓRICA

1. TEORÍAS DE ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO

A continuación presentaremos las principales teorías que se han elaborado en el ámbito financiero desde los años cincuenta hasta nuestros días acerca de la estructura de capital [(1)] óptima, con el objetivo de maximizar el valor de la empresa.

1.1 Teoría Tradicional

La postura inicial mantenida por los expertos financieros respecto a la política de endeudamiento de la empresa hasta antes de 1958, se puede recoger y resumir en la denominada tesis tradicional la cual consideraba que era factible obtener una estructura financiera óptima mediante el uso «moderado» del apalancamiento financiero que, al ser una fuente de recursos «más barata», llevaría a minimizar el costo medio ponderado y, por consiguiente, a maximizar el valor de mercado de la empresa. [(2)]

---

1 La Estructura de Capital hace referencia a la combinación de las fuentes financieras que utilizan las empresas para financiar sus activos.

2 David Durand (1952) “Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement”

David Durand (1952) argumentaba que el uso “moderado” de la deuda, aumentaba el riesgo de insolvencia, y tanto obligacionistas como accionistas exigirían mayores rendimientos por sus inversiones, aumentando de esta forma el costo de capital y disminuyendo el valor de la empresa.

Por lo tanto, existía una estructura de capital óptima, y el directivo financiero debía acertar con la mezcla adecuada de deuda y capital propio para alcanzarla.

1.2 La Tesis De Merton Miller y Franco Modigliani (1958) (3)

En el año 1958, aparecen Franco Modigliani y Merton Miller, autores que se reconocen como los primeros estudiosos del tema, los mismos a quienes se les otorgó el Premio Nobel de Economía, en 1985 y 1990, respectivamente, por sus contribuciones fundamentales a la teoría de las finanzas corporativas(4); en sus trabajos ahora clásicos, desarrollaron las llamadas proposiciones MM.

1.2.1 Proposición 1

La proposición 1 de la separación de valor establece que el valor de mercado de cualquier empresa es independiente de su estructura de capital.

Esta conclusión se logró teniendo en cuenta un mercado de capitales perfecto, es decir asumiendo los siguientes supuestos (5):

---

3 Modigliani Franco y Miller Merton (1958) "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the theory of the Firm"

4 http://nobelprize.org/economics/laureates/1900/press.html

5 Rafael Sarmiento y Mauricio Salazar Santana (2005) “La Estructura de Financiamiento de las empresas: Una evidencia teórica y econométrica para Colombia 1997-2004,,.

1. Los mercados de capitales operan sin costos (quiebra, impuestos, transacción).

2. Los individuos y las firmas tienen igual acceso al mercado de capitales.

3. Información disponible y gratuita para todos los agentes del mercado.

4. Las expectativas son homogéneas.

5. Sólo la riqueza cuenta.

6. Estrategias de inversión dadas.

1.2.2 Proposición 2

La segunda proposición detalla que el rendimiento esperado sobre el capital se relaciona de manera positiva con el apalancamiento. Puesto que el riesgo para los tenedores de capital se incrementa con este. [6]

Ambas proposiciones se desarrollaron en escenarios de mercados perfectos.

1.3 Principales Cuestionamientos a La Teoría Tradicional y la Tesis de MM[7]

6 Ross Stephen (2005) “Finanzas Corporativas” 7ª Edición;; Cap. 15

7 Jorge Rivera Godoy (2002) “Teoría sobre la estructura de capital”. Estudios Gerenciales. Universidad ICESI: , v.24, p.31 - 59.

Tanto la tesis tradicional como la tesis de MM han sido blanco de extensas críticas, algunas de las más ampliamente difundidas se presentan a continuación.

En lo que respecta a la tesis tradicional (Durand, 1952) se cuestiona, primero, que sus hipótesis dependen de la certidumbre del nivel y la variabilidad del resultado de la operación de la empresa, como de la estructura de las tasas de intereses en los mercados financieros. Segundo, la incapacidad de encontrar una estructura de capital óptima o un concreto valor máximo de la empresa. Como en todas las respuestas clásicas este óptimo no es fácil de definir, la polémica sobre el efecto del endeudamiento se combina generalmente con discusiones sobre otros elementos de la estructura financiera, con observaciones sobre pautas de estructuras financieras adoptadas en los distintos sectores industriales y sobre factores de la situación financiera, tales como la edad de la empresa, el prestigio de sus dirigentes, las condiciones de mercado, la necesidad de flexibilidad, etc. [(8)]

Las críticas al artículo de MM (1958) se enfocan especialmente en sus hipótesis acerca del proceso de arbitraje en los mercados financieros, con la que se asegura la validez de su tesis. Entre ellas se pueden citar:

1.- Los riesgos percibidos por el apalancamiento de una empresa y un individuo pueden ser diferentes, pues son distintas las garantías y las responsabilidades que se establecen en uno y otro caso. Por lo tanto, el endeudamiento personal y de la empresa no son sustitutos perfectos.

8 Solomon (1972) "Teoría de la Gestión Financiera", pág. 86, Dumond, Paris.

2.- El costo del dinero para un individuo puede ser mayor que para una empresa.

3.- Puede haber retrasos en el proceso de arbitraje por restricciones en el comportamiento del inversor, por ejemplo, por medidas regulativas del Estado, y por costos de transacción.

4.- No tener en cuenta las posibilidades de quiebra y sus costos directos e indirectos.

Desde un principio se ha establecido que estas proposiciones son un marco de referencia para la discusión de estructuras financieras y no unos principios que deban cumplirse completamente en la práctica.

La tesis de MM (1958) sirvió de referencia para posteriores investigaciones que relajaron las restricciones de sus hipótesis. Así, se reconoce que elementos comúnmente encontrados en la realidad como ventajas tributarias para el endeudamiento, costos de quiebra, información imperfecta en los mercados financieros e inexistencia de mercados completos, pueden llevar a que la maximización del valor de las empresas no sea independiente de su estructura de capital y que, por consiguiente, se pueda pensar en un nivel óptimo para dicha estructura.

Posteriormente, Miller y Modigliani, (1963), al introducir a su modelo inicial los impuestos de sociedades, dieron marcha atrás a sus preliminares conclusiones; sugieren que dado que la ventaja fiscal por deuda se puede aprovechar totalmente, lo ideal sería endeudarse al máximo. Estudios posteriores demostraron que no es del todo una ventaja, en ausencia de mercados perfectos, el aumentar el nivel de endeudamiento implicará una disminución en el valor de la empresa.

1.4 Teorías Basadas en Mercados de Capitales Imperfectos

1.4.1 Impuestos y Dificultades Financieras [9]

Una de las imperfecciones más importantes que puede influir en la determinación de la estructura de capital y en las decisiones de financiamiento, es la presencia de impuestos corporativos. La ventaja del endeudamiento en una empresa que tributa el Impuesto a las Ganancias, radica en la deducibilidad de los intereses como gastos del periodo, generando un ahorro fiscal. Quiere decir que los intereses eluden ser gravados a nivel corporativo, ya que son considerados por el organismo de recaudación fiscal como un costo.

Esto resulta importante pues aún suponiendo un mercado de capitales que funcione perfectamente y que por ende los inversores en acciones demanden un rendimiento más elevado en función del mayor riesgo financiero que genere la deuda, el Valor de la Empresa aumentará después de endeudarse.

Sin embargo la situación no es tan simple, porque el endeudamiento implica riesgos. Puesto que al aumentar el apalancamiento, aumenta la posibilidad de dificultades financieras y se reduce la posibilidad de aprovechar el ahorro fiscal.

---

9 Guillermo López Dumrauf (1999) “La estructura de capital óptimo de la firma: cómo mejorar las decisiones de financiamiento”, revista del Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas (IAEF), Nº 162.

Esto es la empresa aumenta su valor a medida que lo hace su endeudamiento, no obstante, más allá de cierto nivel de endeudamiento, la posibilidad de dificultades financieras y la pérdida del escudo fiscal reducen el valor de la empresa.

Dichas dificultades financieras representan la probabilidad de que la empresa sea incapaz de hacer frente a las obligaciones financieras contraídas por su endeudamiento que aumenta cuanto mayor sea el tamaño de éste. Se incurrirá en costes aún mayores si la empresa se declara insolvente e inicia el procedimiento legal de quiebra. Es preciso señalar que la quiebra per se no es el problema sino los costes que ella conlleva como, por ejemplo: (10)

a) Las discusiones con, y entre, los acreedores suelen retrasar la liquidación de los activos, llevando a un deterioro físico, u obsolescencia, de los inventarios y de los activos fijos.

b) Las minutas de los abogados, costes legales y procesales, y gastos administrativos pueden absorber una gran parte del valor de la empresa. Conjuntamente considerados, los costes de obsolescencia y los legales, se denominan costes directos de la quiebra.

c) Los directivos y otros empleados suelen perder sus puestos de trabajo cuando se produce una quiebra. Por dicha razón, los directivos de una empresa con problemas de insolvencia pueden tomar decisiones tendentes a

---

10 Juan Mascareñas (2001) “La estructura de Capital Optima”

mantenerla con vida durante un corto espacio de tiempo, lo que afectará negativamente a su valor a largo plazo. Esto se puede conseguir liquidando los activos más valiosos para captar liquidez que, de momento, satisfaga a los acreedores a cambio de reducir peligrosamente el valor de mercado de la compañía. Además, dicho proceso implica que los directivos de la compañía pierdan bastante tiempo preparando largos informes para aquellos directivos y consejeros de la empresa que estén encausados legalmente.

d) El mero hecho de que se produzca una situación financiera que implique seriamente la posibilidad de una suspensión de pagos puede desencadenar una acción por parte de los acreedores tendente a evitar la misma a través de restringir la actividad normal de la empresa. Así, por ejemplo, los proveedores pueden acabar exigiendo el pago al contado y no a crédito, las inversiones en el activo fijo de la empresa pueden ser suspendidas o interrumpirse el pago de los dividendos. Los clientes pueden dejar de adquirir los productos de la compañía pensando en la posible inexistencia de un futuro servicio post-venta. A este punto y al anterior se les denomina costes indirectos de la insolvencia financiera.

En algún instante el coste esperado de insolvencia puede ser tan grande que supere la ventaja fiscal de la financiación mediante recursos ajenos, momento en el que la empresa optará por utilizar recursos propios para financiarse, al ser el coste real de las deudas superior al de las acciones ordinarias.

En general, podemos decir que cuanto más se endeude la empresa y mayores sean sus costes financieros, mayor será la probabilidad de que un descenso de los beneficios lleve a una insolvencia financiera y, a su vez, mayor será la probabilidad de incurrir en costes de insolvencia.

Si la empresa aumenta su endeudamiento, debe prometer más a los acreedores lo que, a su vez, aumenta la probabilidad de quiebra y el valor de su coste. El resultado es una reducción del valor de mercado de la empresa.

Los costes de quiebra los pagan los accionistas, pero los acreedores son conscientes de que los acabarán pagando ellos si dicha eventualidad se produce, por ello piden una compensación por adelantado en forma de mayores tipos de interés o la imposición de cláusulas de protección cuando la empresa no es insolvente. Esto reduce los posibles resultados de los accionistas y el valor de la empresa en el mercado.

El modelo ECO (Estructura de Capital Optima) de Guillermo López, plantea que "….la estructura óptima se alcanza con aquel nivel de endeudamiento que minimiza al mismo tiempo el valor presente de los pagos impositivos esperados y el valor presente de las dificultades financieras esperadas*"*.

Otras protecciones tributarias que reducen la ventaja fiscal por deuda, tratadas por De Angelo y Masulis (1980) [(11)], se refieren a la existencia de ahorros fiscales diferentes a la deuda, tales como la depreciación contable y los créditos

11 De Angelo, H. y Masulis, R. (1980): "Optimal capital structure under corporate and personal taxation". Journal of Financial Economic. Vol. 8. March, pp. 3-29.

tributarios a la inversión; en este caso la protección fiscal puede ser redundante en empresas cuyas utilidades sean insuficientes para compensar las deducciones fiscales en amplios períodos. El valor de empresa se reduce cuando no se tiene certeza de qué monto de protección fiscal por interés se puede beneficiar la empresa.

1.4.2 Costos de Agencia [(12)]

Se denomina agente a una persona que actúa en nombre de otra -el principal-. Las relaciones entre ambas partes son estudiadas en el marco de la teoría de la agencia, cuyo objetivo es mostrar cómo las empresas difícilmente se comportan de manera que maximicen su valor que, como recordaremos, es la suposición básica de la mayoría de los modelos de análisis económico-financieros.

La divergencia entre los diferentes intereses de los agentes y de los principales da lugar a los denominados problemas de agencia. Así, por ejemplo en el caso de la empresa, los directivos pueden estar tentados a actuar en su propio interés en lugar de hacerlo en el de los accionistas.

Esto implicará la necesidad de diseñar un sistema adecuado de incentivos, restricciones y penalizaciones con objeto de asegurarse de que los directivos actúan en sintonía con los intereses de los accionistas. Claro que dicho sistema implica unos costes que, evidentemente, se denominan costes de agencia, cuya consideración es de suma importancia en el proceso de toma de decisiones empresariales.

---

12 Juan Mascareñas (2007) "Contratos financieros – Principal Agente"

Los problemas de agencia surgen debido a la asimetría de la información, es decir, si el principal conociese exactamente todas las acciones del agente, éste último no actuaría a favor suyo y en contra de los intereses de quien le paga. Por tanto, no habría problemas de agencia si fuese posible realizar un seguimiento de las acciones del agente a un coste razonable. Pero esto, obviamente, es imposible en muchas ocasiones debido a que el agente tiene acceso a una información que se encuentra fuera del alcance del principal y que le induce a actuar en un sentido que pasará inadvertido a éste último.

En las relaciones contractuales existentes entre los diversos componentes de la empresa moderna existen problemas de agencia. Así, por ejemplo, los prestamistas invierten su dinero en la empresa a cambio de la promesa de recibir periódicamente unos intereses y la devolución de su dinero al final del período pactado. Pero los recursos financieros que aquéllos han prestado a la empresa se invierten en activos que son elegidos por los directivos de la compañía y no por los propios prestamistas, por ello si éstos creyesen que su dinero va a correr más riesgo que el deseado forzarán a la empresa, a través de las denominadas cláusulas de protección, a no arriesgarlo más allá de un límite determinado.

1.4.3 Formas de Asimetría Informativa (13)

La información asimétrica en los contratos financieros puede adoptar tres formas: la selección adversa, el riesgo moral y los costes de seguimiento.

13 Juan Mascareñas (2007) , op. cit.

a) La selección adversa

Surge cuando el prestamista no es capaz de distinguir entre proyectos con diferentes niveles de riesgo en el instante de conceder el préstamo. En el contexto de un contrato de préstamo, y la igualdad de valor esperado, el prestamista o acreedor preferirá los proyectos más seguros y el prestatario o deudor los más arriesgados.

En este escenario, los prestatarios-agentes que disponen de proyectos arriesgados intentarán ocultar el verdadero riesgo del proyecto con objeto de aprovecharse de la relativa desinformación del prestamista-principal. El resultado será que los acreedores, al no disponer de información fiable sobre cada uno de los proyectos que se les pide que financien, exigirán un tipo de interés representativo del riesgo medio de dichos proyectos, lo que provocará que aquellos prestatarios que poseen proyectos de bajo riesgo renuncien a realizarlos porque su financiación será demasiado cara y, por el contrario, los que posean proyectos con un riesgo superior a la media estarán encantados de poder financiarlos a un coste inferior al que debieran haberlo hecho.

En un contexto más genérico si algunas personas saben más que otras sobre la calidad de un producto, entonces algunos productos de alta calidad podrían no ser comercializados en absoluto o muy poco. Podría pensarse que los vendedores se beneficiarían de su información privilegiada pero, en realidad, no hay ganadores: los compradores inteligentes no jugarán a un juego de este tipo en el que saben que tienen todas las de perder. Por tanto, el mercado de este producto debería existir pero no lo hace porque la información asimétrica lo impide. Para que pueda existir, alguien, que no sea el vendedor, deberá facilitar al comprador un indicio de la calidad del producto

b) El riesgo moral

Consiste en la habilidad del agente para emplear el dinero prestado en un proyecto distinto al acordado con el principal gracias a que éste último tiene una información incompleta y su sistema de control es imperfecto.

Así, entre dos proyectos que tengan el mismo rendimiento esperado, aquél que tenga una mayor probabilidad de éxito será el más castigado porque reduce el valor de la responsabilidad limitada del agente. Este riesgo se produce cuando una persona cambia su conducta al enterarse de que dispone de un tipo de seguro. Un ejemplo de riesgo moral se produce cuando los inversores internacionales colocan su dinero en países de alto riesgo con la esperanza de lograr un rendimiento muy alto aunque muy incierto, pero sabiendo que si la situación se vuelve insostenible es muy probable que el Fondo Monetario Internacional preste a ese país el dinero necesario para hacer frente a sus deudas.

c) Los costes de seguimiento

Se derivan de una acción oculta por parte del agente, que se aprovecha de su superioridad informativa, para declarar beneficios inferiores a los reales lo que, según él, le impide hacer frente al servicio de su deuda. Cuando esto ocurra el principal deberá realizar un seguimiento de las acciones del agente o deudor con objeto de comprobar la veracidad de su afirmación. Este seguimiento implica un coste adicional, que es incorporado en el tipo de interés del préstamo lo que contrarresta la supuesta ventaja informativa del agente, y no sólo eso sino que tanto el deudor deshonesto como el honesto soportan la traslación del coste de seguimiento. Como el principal considera ventajoso el seguimiento, el agente tiende a optar por la honestidad, por ello se dice que el seguimiento tiende a alinear los incentivos de ambas partes.

1.4.4 Mecanismos de Solución a los Problemas de Agencia (14)

La teoría, en sus representantes más destacados, plantea tres tipos básicos de disciplinas al agente:

a) Incentivar al agente. Un contrato orientado a los resultados podría vincular mejor las preferencias de principal y agente y reducir el potencial de conflictividad entre los distintos objetivos de ambos al determinar resultados comunes para ambas partes.

En la práctica, sin embargo, la aplicación de esta idea en el llamado gerencia por objetivos ha tropezado con tales dificultades y efectos secundarios no previstos, como por ejemplo egoísmos departamentales, orientación al resultado sin atender a los procesos previos entre otros, que hoy casi se descarta generalmente en favor de otras soluciones.

---

14 Katherine Chamberlain y Desvern Borbón (2007) "La Teoría de la Agencia y su Aplicación a las Empresas Familiares en la Ciudad de Santiago de los Caballeros, República Dominicana"

b) Otra posibilidad de mantener disciplinado al Agente consiste en un control directo de su comportamiento. Se acordarán así ciertas normas de conducta y se controlará su observancia, sancionándose negativamente su incumplimiento. La Teoría de la Agencia interpreta que esta posibilidad es sólo realizable con muchas limitaciones pues formular las normativas correspondientes exigiría un gran caudal de información por parte del principal. Además, la formulación de tales controles directos desincentivaría al agente.

c) El mecanismo más empleado debería ser por tanto la mejora del sistema de información del Principal sobre su Agente. Al hacer más transparente lo que de otra manera continuaría siendo opaco en lo que concierne a la actividad del agente, se reducen ciertamente las tentaciones del agente a comportarse de forma oportunista. Pero es claro que tales sistemas suponen también costes de agencia.

1.4.5 La Teoría del Orden Jerárquico (15)

Enunciada por Stewart Myers en 1984 (pecking order theory) (16), señala que aquellos que invierten en una empresa disponen de menos información sobre su situación financiera que sus propios directivos; y este problema de información asimétrica lleva a analizar las señales emitidas por estos últimos.

Puede ser un problema cuando la empresa quiere emitir nuevas acciones: los inversores pueden creer, equivocadamente o no, que la compañía desea dicho tipo de recursos financieros porque los directivos piensan que las acciones están

15 Juan Mascareñas (2001) op. cit.

16 Myers, S. (1984): “The capital structure puzzle. The Journal of Finance” Vol. 39, No. 3, Julio, pp. 575-591.

sobrevaloradas; el resultado es que los inversores proceden a vender las acciones, no a comprarlas.

La emisión de deuda tiene un efecto mucho menos drástico que la emisión de acciones, pero también implica costes. Por ello, las empresas se inclinan en su mayoría por utilizar inicialmente los recursos provenientes de los beneficios retenidos.

Esta teoría puede ayudar a explicar por qué las empresas mantienen grandes cantidades de recursos líquidos, y si piensan que, aún así, son insuficientes para financiar nuevos proyectos, recurren inicialmente a aplazar el pago a los proveedores. Cuando esto ya no puede hacerse recurren a emitir deuda ordinaria que, aunque menos adecuada que los recursos internos, es preferible a otro tipo de recursos financieros. Por último, aparece la emisión de nuevas acciones ordinarias.

Lo anterior puede explicar porque las empresas con beneficios estables suelen endeudarse menos que las menos rentables, esto a pesar que las primeras, debido a su estabilidad, están en mejores condiciones de conseguir financiamiento ajeno que las segundas.

Los costes de transacción asociados con la obtención de nuevo financiamiento externo afectan a la composición de la estructura de capital de forma similar a la vista en los epígrafes anteriores pero, además, incluyen una variante dinámica. Cuanto mayor sea la emisión, menor será el coste unitario de la misma lo que afecta a la decisión sobre el volumen de recursos a captar y, por tanto, a la estructura de capital óptima, puesto que pequeñas emisiones implicarán mayores costes, que emisiones mucho mayores.

En resumen, los directivos valoran la disposición de una flexibilidad financiera y del control y, además, la financiación interna es más barata que la externa en cuanto a los costes de emisión.

1.5 Definición e Importancia de la Empresa Familiar (17)

Imanol Belausteguigoitia Rius (2006) (18) define a las empresas familiares como "Una organización controlada y operada por los miembros de una familia. Desde una perspectiva diferente, digamos espiritual, suelo referirme a empresas con alma, dado que el corazón de las familias está en ellas".

En los países desarrollados las empresas familiares son un gran motor de la economía, y muchas de las grandes organizaciones profesionales y globales no dejan de ser empresas familiares.

1.5.1 Ventajas Competitivas de las Empresas Familiares

Según Gonzalo Gómez-Betancourt (2005) (19) una de las ventajas competitivas de las empresas familiares es: la eficiencia, debido a que el fundador o propietario vela más por sus activos, por sus clientes y por su gente y trata de reducir costes de

---

17 Katherine Chamberlain y Desvern Borbón (2007) , op.cit.

18 Imanol Belausteguigoitia Rius (2006) "Empresas Familiares, su Dinámica, Equilibrio y Consolidación" Mc Graw Hill

19 Gómez-Betancourt Gonzalo. (2005) ¿Son Iguales Todas las Empresas Familiares? Primera Edición. Pág. 27. Grupo Editorial Norma. Bogotá, Colombia.

transacción, asimismo se crea más compromiso en empresarios familiares con su empresa, haciendo la gestión más eficaz.

Otra ventaja que presentan es el sentido de pertenencia, lo que genera un compromiso, es decir una unidad familiar y confianza. Se puede agregar la buena comunicación entre los miembros de la familia.

Existe flexibilidad gracias a la confianza que existe entre ellos, se entregan a un ideal para sacar la empresa adelante, hay un sacrificio personal, se exigen lo mejor de sí para la empresa y hay un pensamiento a largo plazo.

Cuando estas ventajas se pierden por una erosión en la familia propietario o por la presencia de alguna de las trampas familiares, la empresa corre el riesgo de pasar rápidamente de lo óptimo a lo pésimo, de transformar la unión en desunión y el compromiso en abstención.

Estas ventajas competitivas también se ven afectadas por problemas de tipo generacional. Por lo tanto, cuidar de estas ventajas competitivas es una de las principales responsabilidades de una familia propietaria para preservar y hacer crecer sus activos, no sólo por ellos sino por la sociedad.

1.5.2 Cultura de la Empresa Familiar

La cultura de la empresa familiar juega un papel importante en la determinación del éxito del negocio, y puede manifestarse, en cuatro dimensiones:

La primera es en aspectos intangibles, las cuales normalmente se tratan de cuestiones físicas como la manera de vestir, el lenguaje y los rituales. Estas son las manifestaciones más visibles de la cultura. Este nivel puede considerarse como la representación simbólica del siguiente nivel.

La segunda son las perspectivas sociales compartidas, las cuales son el conjunto de ideas y acciones que una persona utiliza para enfrentar una situación problemática. Son normas y reglas de la conducta que un grupo acepta para tratar diversos problemas. Las perspectivas son reglas específicas a situaciones determinadas.

La tercera, son los valores, estos representan no sólo el tercer nivel sino también una dimensión más amplia, como la honestidad, el servicio al cliente, entre otros. Estos valores pueden ser formales o informales, y es posible encontrarlos en la filosofía de la empresa. Desde luego, es necesario distinguir entre los valores ideales y los valores reales de un grupo cuando se emprende el análisis de la cultura organizacional de una compañía.

En cuarto lugar tenemos los supuestos básicos del grupo, en ellos se basa el origen de la cultura de la compañía y los otros niveles están fundamentados en ellos. Los supuestos son las premisas sobre las que los grupos basan su forma de ver la vida, y en los que se sustentan los otros tres niveles. Estos supuestos se refieren a aspectos profundos como la naturaleza humana, el significado del trabajo, entre otros. En este punto se notan diferencias relevantes entre la cultura latinoamericana y otras culturas.

1.5.3 Fundamentos sobre los Conflictos en las Empresas Familiares [20]

Una de las razones fundamentales por las que la gente decide no emprender negocios con sus familiares es el recelo de que haya conflictos dentro de la familia.

Los conflictos pueden visualizarse desde dos perspectivas completamente opuestas:

a) como algo perjudicial, es decir, que debe ser evitado a toda costa porque es algo negativo y que no puede traer nada bueno;

b) como opción de mejora, que es una postura más moderna, la cual estima que los desacuerdos pueden propiciar cambios favorables.

Los conflictos pueden dividirse en dos grandes grupos: los funcionales, que suelen considerarse positivos desde la perspectiva que contempla las diferencias como opción de mejora, y los disfuncionales, que tienen que ver con sentimientos o emociones, y no son capaces de favorecer la marcha de la organización.

Los funcionales pueden dividirse a su vez en dos: los conflictos por metas y los conflictos por procedimientos. En ambos casos, si se manejan con diligencia, es posible obtener resultados positivos.

---

20 Katherine Chamberlain y Desvern Borbón, (2007) op. cit.

En cuanto a los conflictos disfuncionales, existe la posibilidad de construir una cultura organizacional que inhiba este tipo de conflictos si se rechaza una serie de comportamientos, como evitar hacer comentarios destructivos que tienen origen en celos y envidias.

1.5.4 La Continuidad en la Empresa Familiar [(21)]

La existencia de conflictos en los procesos de sucesión de la empresa familiar es muy frecuente por los diferentes estilos de dirección entre los miembros de la familia y por el reparto de la propiedad de la empresa.

El nepotismo, la rivalidad entre hermanos y la dificultad para delegar el mando a la siguiente generación, son sólo algunos de los problemas que se presentan en la estructura de las empresas familiares.

Las claves que deben usar las empresas familiares para enfrentar los retos mismos de su ambiente y de la competencia global son: el permanecer actualizados y capacitados según las tendencias mundiales.

Vale más una empresa activa en la búsqueda de captación de clientes que una empresa estable que no se preocupa por cambiar sino por estar estática por lo que tarde o temprano se rezagará.

Sin duda alguna, más en países latinoamericanos, es importante mantener el control dentro de la familia, especialmente cuando se busca hacer crecer el negocio.

---

21 Katherine Chamberlain y Desvern Borbón, (2007) op. cit.

No podemos seguir heredando puestos a personas de la familia que no están capacitadas ni tienen el compromiso o la vocación determinada para dicha labor.

El nepotismo tiene mala reputación. En algunas empresas familiares esta reputación es merecida. Creemos que es necesario que las empresas familiares creen altos estándares para los familiares o parientes para trabajar en las empresas y refuercen estos estándares.

Con el fin de que las empresas familiares permanezcan como un sector vibrante e importante en la economía familiar deben aprender a adaptarse en nuestro mundo cada vez más global y competitivo.

Una vez que hemos repasado las principales teorías acerca de la estructura de capital, teniendo en cuenta los beneficios y costos que implican las diferentes decisiones que se pueden tomar, nuestro objetivo será encontrar aquella forma de financiamiento óptima que nos permita minimizar los costos y maximizar el valor de una empresa ecuatoriana que cotice en la Bolsa de Valores de Guayaquil.

CAPÍTULO II: ANTECEDENTES DE LA EMPRESA

2. ANTECEDENTES: "CORPORACIÓN FAVORITA C.A."

2.1 Perfil [(22)]

La compañía tiene como objeto principal, la organización, instalación y administración de almacenes, mercados y supermercados en los que se podrá expender toda clase de mercaderías y artículos nacionales y extranjeros, por tanto, son propias de la compañía todas las actividades conexas. Para el cumplimiento de sus objetivos, la compañía podrá ejercer toda clase de actos, contratos, actividades comerciales e industriales permitidas por las leyes y que tengan relación con el objeto principal de la misma.

---

22 www.bolsadequito.com

2.1.1 Visión [23]

Ser la cadena comercial más eficiente y rentable de América ofreciendo la mejor atención al cliente.

2.1.2 Misión [24]

Mejorar la calidad y reducir el costo de la vida de nuestros clientes, colaboradores, asociados, proveedores, accionistas y la comunidad en general, a través de la provisión de productos y servicios de óptima calidad, de la manera más eficiente y con la mejor atención al público.

2.2 Reseña Histórica [25]

La CORPORACIÓN FAVORITA C.A. (CFCA) se fundó en 1934 en la ciudad de Quito como una pequeña tienda de abarrotes. En 1957 se constituye como compañía anónima, con la razón social de "Distribuidora la Favorita". Aprovechando la apertura del primer centro comercial en la ciudad de Quito en 1971 - CCI, compraron un almacén más grande en el que la gente pudiera ingresar y escoger productos, marcas, y cantidades.

---

23 www.supermaxi.com

24 www.supermaxi.com, op. cit.

25 www.fimcp.espol.edu.ec/backup/industrial/prog-materias/casos/lafavorita.doc

Como un negocio aparte, iniciaron la venta de juguetes durante la época navideña en el “Salón del Juguete”, el mismo que mudaron más tarde a un local propio, gracias a la aceptación que tuvo por parte de sus clientes.

En el año 1975 se abre el capital de la empresa a otros accionistas, apoyando de esta manera el crecimiento sostenido de la empresa. Y es hasta 1976 cuando se registra en la Bolsa de Valores de Guayaquil. En 1977 sus ejecutivos resolvieron que era mejor centralizar las bodegas, esto significó que la mercancía no iba a ser recibida por cada local, sino que iría a un único lugar de almacenamiento desde donde sería repartida a cada almacén.

El control sobre los proveedores se hizo más eficiente, los costos (una vez centralizados) disminuyeron, la verificación de calidad se hizo más sencilla y La Favorita racionalizó un proceso que era largo y difícil. Sus competidores no adoptaron esta estrategia y por eso no han logrado las tasas de crecimiento de La Favorita.

El efecto inmediato del modelo fue la posibilidad de que La Favorita, una vez resuelto el esquema de provisión, pudiera abrir locales en otras ciudades del país. Hasta hoy, todos los almacenes de la cadena por fuera de Quito (en Guayaquil, Cuenca, Ambato, Ibarra y Manta) se abastecen desde la capital.

En 1979 se abre el primer local en Guayaquil bajo un nombre diferente – La Favorita, iniciando así una cadena de supermercados a nivel nacional. En el año 1983 se comenzó a utilizar el nombre comercial de Supermaxi.

Para el año 2001 la empresa ya tenía una presencia en las principales ciudades a través de Supermaxi, Juguetón, Tventas, Sukasa, y dependencias anexas a estas como: Salón de Navidad y Flores y Radio Shack.

En el año 2002 se lanzó la estrategia de Marcas Propias. La misma que más allá de consolidarse como una excelente estrategia comercial, que consiste en elaborar productos de alta calidad a los mejores precios, se convierte en el principal eje económico que sustenta los proyectos de ayuda social de Supermercados La Favorita.

Cada vez que el cliente compra un producto de Marca Propia, apoya la gestión de los proyectos que desarrollan las fundaciones: Dejemos Huellas, Niños con Futuro, Su Cambio por el Cambio y el Comité de la Democratización de la Informática (C.D.I.).

Actualmente, el 20% del stock de productos que se comercializan en Supermaxi, Megamaxi, Super Despensas Akí y Gran Akí, es de Marcas Propias. Estos productos tienen un precio menor frente a sus similares de otras cadenas que oscila entre el 10 y 25%.

Pero sin duda el acontecimiento empresarial de la época fue el nacimiento del primer hipermercado del país, en 1997, conocido como Megamaxi, en el interior del Mall del Sol de Guayaquil.

Recientemente la Junta General de Accionistas de Supermercados La Favorita C.A., celebrada el pasado 27 de marzo del 2008, resolvió cambiar el nombre de la Compañía por el de "CORPORACIÓN FAVORITA C.A.", el mismo que comenzó a ser utilizado a partir del 1 de Junio del 2008 en todas las transacciones comerciales. Dicho cambio fue aprobado por la Superintendencia de Compañías e inscrito en el Registro Mercantil. (26)

2.3 Corporación Favorita C.A. en la Actualidad (27)

Actualmente cuenta con diferentes líneas de autoservicio, los cuales se enfocan a diferentes segmentos de consumo, tal como detallamos a continuación:

Supermaxi es la cadena de supermercados más grande del país con 55 años de experiencia. Cuenta con 29 locales a nivel nacional (15 en Pichincha, 5 en Guayas, 3 en Azuay, 1 en Loja, 1 en Tungurahua, 1 en Imbabura, 1 en Manabí, 1 en Santa Elena y 1 en Santo Domingo de los Tsáchilas) en los que ofertan más de 16.000 ítems para satisfacer las necesidades de sus clientes.

Megamaxi es el primer hipermercado del país con servicios integrales, ofrece todos los productos necesarios para el hogar como supermercado, artículos de ferretería, deportes, equipo electrónico, etc. Cuenta con 8 locales a nivel nacional (4 en Pichincha, 3 en Guayas y 1 en Tungurahua).

26 Publicación de Diario El Universo del 2 de junio de 2008

27 www.supermaxi.com – op. cit.

Adicionalmente, cuentan con Superdespensas AKI, las cuales atienden un segmento de consumo bajo, con servicios y productos de calidad a menores precios. Al momento la empresa cuenta con 18 AKI´s.

Es importante mencionar que han logrado consolidarse como uno de los grupos económicos más grandes del país, gracias a la creación de empresas subsidiarias como:

Sukasa es una cadena de almacenes especializados en la comercialización de artículos para el hogar. Cuenta con 4 locales (2 en Pichincha, 1 en Guayas y 1 en Azuay).

Todohogar es un nuevo concepto en la comercialización de artículos para el hogar, lencería y menaje, diseñada para atender a las ciudades más pequeñas o los sitios fuera del perímetro urbano de las grandes capitales. Cuenta con 6 locales (1 en Manabí, 1 en Loja, 3 en Pichincha y 1 en Imbabura).

Bebemundo es la cadena más completa de ropa y artículos para bebé en el país. Cuenta con 6 locales (2 en Pichincha, 2 en Guayas, 1 en Azuay y 1 en Tungurahua).

Mr. Books es una librería que utiliza como slogan la frase “La Casa de las Palabras”, con el afán de incentivar la lectura. Cuenta con 4 locales (3 en Pichincha y 1 en Guayas).

RadioShack almacenes dedicados a la comercialización de artículos electrónicos. Ofrece un excelente servicio técnico post venta. Cuenta con 8 locales (5 en Pichincha y 3 en Guayas).

TVentas es la primera empresa de ventas por televisión en América del Sur, que ofrece sus productos a través de 2 programa diarios. Tienen su propio estudio de grabación. Cuenta con 39 locales (13 en Pichincha, 10 en Guayas, 1 en Esmeraldas, 3 en Azuay, 1 en Imbabura, 1 en Cotopaxi, 2 en Loja, 1 en el Oro, 2 en Manabí, 1 en Los Ríos, 1 en Orellana, 1 en Chimborazo, 1 en Tungurahua y 1 en Santo Domingo).

Kywi es una empresa dedicada a la distribución y venta de materiales y acabados para la construcción, ferretería y hogar. En el año 2005 se incorporaron a la CFCA Tienen 11 locales a nivel nacional (9 en Pichincha, 1 en Tungurahua y 1 en Imbabura).

Juguetón (anterior Salón del Juguete) es la más amplia y completa cadena de juguetes en Sudamérica. Tienen 18 locales (9 en Pichincha, 4 en Guayas, 1 en Azuay, 1 en Tungurahua, 1 en Imbabura, 1 en Manabí y 1 en Loja) ofrece una variedad de juguetes para todas las edades. Han consolidado alianzas estratégicas con empresas tanto en Centro como en Sudamérica, convirtiendo así a Juguetón en una de las cadenas más grandes de la región, con presencia en Chile, Perú, y Costa Rica.

La CFCA ha instalado en todos sus locales sistemas de identificación y venta electrónicos, que fueron recibidos con beneplácito por sus clientes. Tiene un cronograma de trabajo para optimizar sus sistemas de control de existencias, rotación de productos, facturación y ventas, así como los programas diseñados para la modernización del área administrativa, esto es, contabilidad, sistemas de comercialización, control del servicio de comisariato, administración de importaciones y contactos internacionales, mediante internet que permiten una eficiente gestión de mercadeo y comercialización, vitales para ser más eficiente la inversión y obtener los resultados previstos en el plan de crecimiento de la empresa.

Una de las fortalezas de la CFCA es el Centro de Distribución con el que cuentan, el mismo que comenzó a operar los últimos meses del 2002, surte a diario a la cadena de supermercados y jugueterías, a nivel nacional, de los productos que requieren para su óptimo funcionamiento.

2.4 Mercado y Competencia (28)

La dolarización y la inversión extranjera directa han influenciado para que el número de supermercados en Ecuador haya aumentado. Ejemplos en Centroamérica, Brasil y Argentina muestran que los supermercados para poder ganar terreno a los mercados de alimentos tradicionales necesitan principalmente bajar sus costos y diferenciar sus productos.

Para esto imponen y hacen cumplir una serie de "normas y estándares" (N&E) y condiciones en las transacciones a sus proveedores, enfocándose en la

28 http://www.dlh.lahora.com.ec/paginas/debate/paginas/debate1393.htm

centralización del sistema de aprovisionamiento, el uso de listas de proveedores preferidos y agentes especializados.

A nivel mundial, los productores, procesadores e intermediarios han necesitado realizar diferentes cambios organizacionales, tecnológicos y de manejo para poder cumplir con los diferentes requerimientos de proceso y transacción, para así lograr mantenerse y crecer en este mercado.

En Ecuador también se está observando esta tendencia. La CFCA es un ejemplo del uso de todos estos principios para reducir costos, mejorar procesos y diferenciar sus productos.

Las Normas y Estándares que utiliza para los productos han aumentado también. Esto ocasionó que la empresa pase de tener 2,500 proveedores en el 2002 a tener sólo alrededor de 240 proveedores a finales del 2003. Sin embargo, aumentó sus compras de 120,000 dólares o 350 toneladas métricas (MT) por día a 150,000 dólares o 400 MT por día en el mismo período.

La industria de supermercados en el país se encuentra dividida entre dos grandes grupos: Supermaxi (CFCA) y Mi Comisariato (El Rosado), cada uno con características diferentes dentro de su enfoque de negocio. Podemos concluir que Supermaxi es la cadena de supermercados más grande del país, con una presencia dominante en el mercado de la Sierra. Sin embargo, no es el mismo caso en la Costa, donde la principal cadena es Mi Comisariato. Es importante mencionar que Supermaxi no considera competencia a Mi Comisariato debido a que éste se enfoca en los segmentos medios y bajos, mientras que Supermaxi únicamente atiende segmentos medios altos y altos a través de sus locales Supermaxi y Megamaxi. Con la entrada de Superdespensas AKI, la empresa está incrementando su participación en la Costa principalmente y en los segmentos medio y bajos.

Cabe mencionar que existen altas barreras de entrada en ésta industria, puesto que los dos grupos mencionados cuentan con relaciones estrechas establecidas con sus proveedores, presencia a nivel nacional (cobertura), identificación del consumidor final, entre otros.

2.5 Estrategias Comerciales [29]

A continuación mencionaremos algunos de los instrumentos o estrategias comerciales que son utilizados por la CFCA para captar y mejorar la atención a sus clientes. Por ejemplo:

- **Tarjetas de afiliación**: Que permite a los clientes verificar sus saldos disponibles en el momento que se precise o al realizar sus compras, mantener línea directa con todas las tarjetas de crédito, optimizando el tiempo de espera en las cajas.

- **Tarjeta empresarial**: El usuario puede efectuar sus compras a precio de comisariato en cualquier establecimiento de la cadena. El empresario debe

29 www.fimcp.espol.edu.ec/backup/industrial/prog-materias/casos/lafavorita.doc

suscribir un convenio con la empresa y afiliar a todo su personal, asignándoles un cupo mensual.

- **Tarjeta ilimitada**: Este documento tiene validez anual, y permite al poseedor, realizar compras al contado sin límite de cupo. Todos los afiliados de cupo limitado e ilimitado, tienen acceso a descuentos especiales en compañías filiales o relacionadas a la sola presentación del documento de afiliación.

Dentro de los servicios se incluye también órdenes de compra y bonos navideños, que son documentos valorados que se emiten a personas, empresas o instituciones, por la denominación deseada, que permite a los usuarios realizar compras a precio de afiliado.

2.6 Análisis FODA [30]

Es una herramienta que permite establecer un cuadro de la situación actual de la empresa, permitiendo de esta manera obtener un diagnóstico preciso que permita en función de ello tomar decisiones afines con los objetivos propuestos.

2.6.1 Fortalezas

- La organización, presentación y limpieza tanto de los locales como de los artículos que aquí se expenden. Esto marca la diferenciación sobre sus competidores inmediatos.

30 Instituto Politécnico Nacional – Dirección de Planeación y Organización – www.ipn.mx

- La creación del centro de distribución para todos los productos que expende es otra fortaleza, ya que este proyecto implementado en el año 2002, permite bajar costos, brinda un adecuado control de los inventarios y la entrega oportuna a cada uno de los locales.

- La implementación de un plan de integración vertical con otras líneas de negocio: su propia Central Hidroeléctrica, plantas de faenamiento de carnes rojas y blancas, e industria de panadería y pastelería. Gracias a esto disminuyen los precios de estos productos garantizando además su calidad.

- Las alianzas estratégicas de su subsidiaria Juguetón con empresas de otros países del continente que les ha permitido consolidarse como una de las cadenas más grandes de la región.

- La constante innovación en cuanto a Supermercados se refiere, ha llevado a la CFCA a ser uno de los pioneros en el mejoramiento, desarrollo e implementación en servicios de Supermercados, lo que siempre le ha dado una ventaja frente a sus competidores.

2.6.2 Oportunidades

- La comercialización de los productos elaborados por las industrias de la CFCA, no sólo a nivel interno sino a nivel general, para ser vendidos en tiendas, despensas de todo tipo, teniendo en cuenta la calidad y el nivel de aceptación de los mismos.

- El desarrollo una campaña de concientización social y ecológica, creando de esta manera una preferencia por los consumidores hacia los supermercados de la CFCA, haciéndolos sentir partícipes a los consumidores de los proyectos de ayuda social que mantienen como “Su Cambio por el Cambio” y los cuidados ecológicos que practican en cada uno de sus procesos, todo esto gracias a las aportaciones de cada venta que se realiza.

- La explotación de sectores populares, ubicando locales de las principales cadenas de la CFCA en puntos estratégicos de las zonas marginales de las ciudades, como lo han venido iniciando con los locales de las Superdespensas AKI.

2.6.3 Debilidades

- La falta de incentivos o premios especiales, que desmotiva al cliente a comprar en sus locales, ya que no recibe un beneficio extra por preferir sus productos, a excepción de los precios de oferta claro. Por ejemplo, los tickets “2x1” para los Supercines que son entregados por Mi Comisariato.

- La carencia de locales a nivel nacional, permitiendo que la competencia ya sea en forma directa o indirecta, ocupe aquellas zonas o sectores que no han sido cubiertos por la cadena de supermercados de la CFCA. Además de poseer pocos locales en las ciudades del país en donde sí tiene presencia. Como un caso especial mencionaremos lo que ocurre en al ciudad de

Guayaquil, en donde su principal competidor Mi Comisariato tiene mayor cantidad de locales.

2.6.4 Amenazas

- La creciente ola de Mini-Mercados que ha estado incrementándose en forma agresiva, siendo su presencia más evidente en sectores marginales o apartados, en donde por evitar la movilización a los supermercados tradicionales los consumidores prefieren realizar sus compras en dichos locales. Siendo en especial una competencia para la nueva línea de locales de Superdespensas Akí.

- La construcción de los HiperMarkets, los mismos que pertenecen a su principal competidor (El Rosado), y en donde la presentación, limpieza e higiene de los productos que allí se expenden ha mejorado notablemente en comparación a los comisariatos tradicionales, disminuyendo así la diferenciación que tenía la cadena de la CFCA sobre los de Mi Comisariato. Haciendo casi indiferente la decisión de comprar entre cualquiera de los dos.

- Los conflictos y demandas de carácter laboral que mantiene con trabajadores y ex -colaboradores quienes acusan a la firma de explotación laboral. Generando comentarios negativos que se reproducen de boca en boca y crean una mala imagen de la CFCA.

2.7 Análisis PORTER [31]

A continuación vamos a presentar un enfoque muy utilizado para la planificación de la estrategia corporativa, el mismo nos plantea la existencia de cinco fuerzas que determinan las consecuencias de rentabilidad a largo plazo de un mercado o de algún segmento de éste. La idea es que la firma debe evaluar sus objetivos y recursos frente a estas cinco fuerzas que rigen la competencia industrial, a continuación vamos a exponer dichas fuerzas aplicadas al caso particular de la CFCA.

2.7.1 Amenaza de entrada de nuevos competidores

Casi nula se percibe la amenaza del surgimiento de nuevos competidores, debido al poder de negociación que tiene actualmente la CFCA y su principal competidor El Rosado sobre los proveedores, debido a los volúmenes de compra. Aquello se evidenció cuando Supermercados Santa Isabel entró a competir y el resultado fue la cantidad limitada de proveedores que ofrecieron sus productos en dicho supermercado, a causa de la presión ejercida por parte de los Supermercados ya existentes.

2.7.2 La rivalidad entre los competidores

Actualmente contamos con 5 cadenas de supermercados fuertes: Supermercados La Favorita, El Rosado, Almacenes TIA, Almacenes El Conquistador

31 Michael E. Porter (1980) , Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors

y Supermercados Santa Isabel. De los cuales los dos últimos no representan una amenaza como competidores debido a que poseen pocos locales además de escasos productos para ofertar.

En cuanto a “TIA” y El Rosado, su objetivo ha estado dirigido a segmentos de clientes de niveles socio económicos medios y bajos, por lo que tampoco deberían representar una gran fuerza competidora.

Pese a esto El Rosado es considerado como el principal competidor, no sólo por su crecimiento desarrollado a través de los años, sino también por las mejoras en calidad, higiene, presentación y organización en sus locales, lo que antes representaba una desventaja frente a Supermercados La Favorita.

Por esta razón la empresa se ha visto obligada a estar en constante innovación y desarrollo de promociones, servicios, productos, industrias, etc. en todas sus áreas, inclusive incursionando en mercados donde antes no tenia presencia.

2.7.3 Poder de negociación de los proveedores

La gran diversidad de productos y gran cantidad de marcas por cada uno de ellos que ofrece la CFCA a sus clientes, no le permite a sus proveedores ejercer un poder en la negociación y menos aún teniendo en cuenta que una de las campañas que la CFCA implementó hace algunos años fue ofrecer productos con marca propia, tales como pan, arroz, azúcar, leche, productos avícolas, etc. Por lo tanto ningún producto de ningún proveedor será irremplazable.

2.7.4 Poder de negociación de los compradores

Dado el giro del negocio de los supermercados en donde los clientes son consumidores finales y no existen intermediarios o mayoristas que puedan ejercer algún poder de negociación, la organización de los compradores es poco probable debido al gran número de los mismos y la enorme dificultad que conllevaría para ellos el organizarse.

Sin embargo, y a pesar de la falta de organización de los compradores, éstos se vuelven cada vez más exigentes en cuanto a la calidad, cantidad y precios de los diferentes servicios y productos que en los supermercados se ofrecen. Y es aquí en donde los supermercados marcan la diferencia sobre la preferencia de los compradores y en donde se evidencia la verdadera competencia.

2.7.5 Amenaza de ingreso de productos sustitutos

Debido a que los supermercados ofrecen productos no solo de su propia marca sino de diversas marcas, este punto vamos a enfocarlo hacia aquellas tiendas o Mini mercados que actualmente han estado en auge, especialmente en zonas periféricas en donde por evitarse el traslado a los supermercados tradicionales los compradores prefieren realizar sus compras en dichos locales sustitutos, en donde tal vez no encuentren los precios y la diversidad de productos a los cuales están acostumbrados, pero al ahorrarse tiempo y molestias de traslado prefieren pagar un poco más.

Teniendo en cuenta que esto es más apreciable cuando los compradores requieren productos específicos y no realizar la compra de varios productos para un determinado período de tiempo. Destacando que aquellas “ventas perdidas”, por denominarlas de alguna manera, representarán un porcentaje muy bajo en relación a la totalidad de las ventas realizadas en los grandes supermercados.

2.8 Análisis de Ratios Financieros (32)

El propósito del siguiente análisis de los estados financieros de los periodos 2005, 2006 y 2007 de la CFCA es simplificar las cifras y sus relaciones, y de esta manera hacer factible las comparaciones para facilitar su interpretación.

A continuación vamos a analizar las razones que comúnmente se emplean en el estudio de los estados financieros.

32 Richard Brealey, Stewart Myers (1998) “Principios de Finanzas Corporativas”, Quinta Edición.

NOTA: Los datos utilizados para el cálculo de los ratios financieros fueron tomados de los estados financieros auditados por la empresa Deloitte & Touche y publicados al público en general.

2.8.1 Razones de Apalancamiento:

Las razones de apalancamiento ó solvencia son utilizadas para analizar la estructura financiera de la empresa y su capacidad de cumplir con los compromisos a largo plazo.

CUADRO 1. RAZONES DE APALANCAMIENTO

AÑOS	2005	2006	2007
Razón de endeudamiento	0.42	0.40	0.37
Cobertura de gastos financieros	23.68	14.68	20.34
Cobertura de efectivo	16.63	11.15	15.88

Elaborado por: los autores

2.8.1.1 Razón de Endeudamiento (RE)

En el año 2006 en relación al 2005 se evidenció una disminución en la razón de endeudamiento del 2%, lo que significa que los activos fueron financiados con una menor proporción de deuda en el 2006. Así mismo en el siguiente año hubo una reducción del 3%, lo cual nos dice que se utilizó una mayor proporción de capital propio para el financiamiento de activos respecto al año anterior.

2.8.1.2 Cobertura de Gastos Financieros (CGF)

Este ratio muestra que por cada dólar utilizado en gastos financieros la empresa recupera X dólares como utilidad. En el año 2006 nos damos cuenta de que se redujo dicho ratio de 23.68 a 14.68, lo que no necesariamente significa que la utilidad fue menor en dicho periodo, sino que los gastos financieros incurridos fueron superiores, debido al incremento en la proporción de los pasivos a largo plazo. Mientras que en el 2007 se incrementó el ratio en referencia a 20.34, debido a la disminución de los pasivos de largo plazo. Este ratio representa que por cada dólar cancelado en los gastos financieros se recuperó 20.34 dólares de utilidad.

2.8.1.3 Cobertura de Efectivo (CEF)

Este ratio muestra que por cada dólar utilizado en gastos financieros descontando la depreciación la empresa recupera X dólares como utilidad. Muy similar al ratio de cobertura de gastos financieros anteriormente analizado notamos que en el año 2006 se redujo el ratio de cobertura de efectivo de 16.63 a 11.15, lo que no necesariamente significa que la utilidad fue menor en dicho periodo, sino que los gastos financieros incurridos fueron superiores, debido al incremento en la proporción de los pasivos a largo plazo. Mientras que en el 2007 se incrementó el ratio en referencia a 15.88, gracias a la disminución de los pasivos de largo plazo. Este ratio representa que por cada dólar cancelado en los gastos financieros se recuperó 15.88 dólares de utilidad.

2.8.2 Razones de Operación (33)

Las razones de operación son utilizadas para analizar la eficiencia de la actividad de la empresa.

---

33 James Van Horne, John Wachowicz Jr.(1994) “Fundamentos de Administración Financiera”, Octava Edición

Cuadro 2. RAZONES DE OPERACIÓN

AÑOS	2005	2006	2007
Rotación de inventarios	7.00	6.90	7.60
Días de rotación de inventarios	51.45	52.18	47.38
Rotación de cuentas por cobrar	17.44	14.68	15.30
Días de rotación de cuentas por cobrar	20.64	24.53	23.53
Rotación de cuentas por pagar	6.08	5.52	5.90
Días de rotación de cuentas por pagar	59.24	65.23	61.04
Rotación total de activos	1.92	1.67	1.69
Rotación de activos fijos	4.86	5.00	5.16

Elaborado por: los autores

2.8.2.1 Rotación de Inventarios (RI)

Para los periodos en análisis observamos, una rotación de inventario poco fluctuante que varía entre 7 y 7.60. Para el caso particular del año 2007 la rotación del inventario fue de 7.60 veces, o dicho de otra forma: los inventarios se vendieron o rotaron cada mes y medio aproximadamente (12/7.60). Las mercancías permanecieron mes y medio en el almacén antes de ser vendidas.

2.8.2.2 Días de Rotación de Inventarios (DRI)

Los resultados señalarían que la empresa convirtió sus inventarios en efectivo o cuentas por cobrar (a través de las ventas) cada 51 días en los años 2005 y 2006, y cada 47 días en el año 2007 mejorando de esta manera el manejo de sus inventarios en el último año.

2.8.2.3 Rotación de Cuentas por Cobrar (RCxC)

El resultado representa el número de veces que las cuentas por cobrar rotan durante el año comercial. De esta forma, se determina que en el año 2006 se redujo de 17.44 a 14.68 el número de veces que los saldos de los clientes se han recuperado. Mientras que en el año 2007 aumentó a 15.30, denotando una mayor recuperación de los saldos de los clientes.

2.8.2.4 Días de Venta en Rotación de Cuentas por Cobrar (DRCxC)

En el año 2005 las ventas a crédito fueron cobradas en un promedio de 20.64 días, por otro lado en el año 2006 los días se incrementaron a 24.53, es decir el tiempo de cobro aumentó. Mientras que para el año 2007 los días se redujeron a 23.53 por lo que el tiempo promedio de cobro de las ventas a crédito disminuyó.

2.8.2.5 Rotación de Cuentas por Pagar (RCxP)

En el año 2006 se muestra una reducción en relación al año 2005, de 6.08 a 5.52 el número de veces al año en que fueron canceladas las deudas de corto plazo. Sin embargo en el año 2007 verificamos una mayor rotación que el año anterior, 5.90.

2.8.2.6 Días de Rotación Cuentas por Pagar (DRCxP)

Se muestra muy poca variación entre los periodos analizados, apenas cinco días de diferencia. Por ejemplo, en el año 2006 aumentaron de 59.24 a 65.23 el número de días promedio en que se pagaban las cuentas, en relación al 2005. Pero en el año 2007 nuevamente se redujo el periodo de pago a cada 61.04 días.

Cabe recalcar que al comparar la rotación de las cuentas por cobrar con la rotación de las cuentas por pagar los administradores cuentan con una herramienta importante para el manejo de los flujos de caja y tesorería, en la medida en que se constata cada cuanto se está convirtiendo en efectivo las ventas a crédito frente a cada cuanto se está pagando las obligaciones de corto plazo.

En el caso particular de Corporación Favorita se destaca una mayor rotación de las cuentas por cobrar, es decir una mayor recuperación de cartera, en relación a una menor rotación de cuentas por pagar o deudas, por lo que no se esperaría problemas de flujos de efectivo en el momento de hacer frente a las obligaciones respectivas.

2.8.2.7 Rotación Total de Activos (RTA)

En estos últimos tres años se muestra una permanente reducción en la rotación de activos, terminando en el año 2007 con una rotación de 1.69. Lo que significa que por cada dólar invertido en el total de activos se generan 1.69 dólares en ventas. En este caso particular no se debe a una reducción en las ventas, sino que a pesar de que dichas ventas han venido incrementándose, los activos también han venido aumentando pero en una proporción mayor. Dando como resultado una gestión operativa cada vez más alejada de la capacidad total de la empresa.

Por tales razones el objetivo es de tratar de maximizar las Ventas o Ingresos con el mínimo de Activo, lo cual se traduce a su vez en menos Pasivos y por lo tanto habrá menos deudas y se necesitará menos Patrimonio. Todo esto finalmente se traduce en una empresa más eficiente.

2.8.2.8 Rotación Activos Fijos (ROAF)

En los tres últimos años es evidente un permanente incremento en la rotación de activos fijos, siendo en el año 2007 de 5.16. Lo cual significa que por cada dólar invertido en activos fijos se generan 5.16 dólares en ventas. Esto se da a pesar de los permanentes incrementos en los activos fijos, puesto que los aumentos en las ventas se presentan en mayores proporciones. Traduciéndose en una mejor rentabilidad del negocio.

2.8.3 Razones de Liquidez [34]

Las razones de liquidez son utilizadas para analizar la capacidad de la empresa de cumplir con sus compromisos de pago a corto plazo.

34 www.wikipedia.com

CUADRO 3. RAZONES DE LIQUIDEZ

AÑOS	2005	2006	2007
Razón circulante (Razón de liquidez corriente)	0.98	0.98	1.00
Razón ácida	0.43	0.46	0.50

Elaborado por: los autores

2.8.3.1 Razón Circulante (RC)

En el periodo analizado podemos observar que las obligaciones a corto plazo están cubiertas casi en un 100% por los activos corrientes, ya que la variación ha sido mínima en estos últimos años. Además existe la probabilidad de que no cumpla con los acreedores en los plazos convenidos debido a la estrechez de su liquidez. Lo recomendable es tener una razón corriente entre 1.5 y 2, de esta manera tendríamos una mayor holgura de efectivo para cumplir con las obligaciones y no caer en el exceso de liquidez lo que significa tener el dinero ocioso causando una pérdida de rentabilidad en el corto plazo.

2.8.3.2 Razón Ácida (RA)

Con dicha razón, los resultados encontrados de igual manera no son los deseados. Puesto que a pesar de cubrir casi el 50% de las obligaciones a corto plazo para el año 2007 y haber aumentado 4 puntos porcentuales en relación al año 2006, no representan una seguridad de cumplimiento para las obligaciones contraídas a corto plazo. Se esperaría que al menos se acerque a 1 dicho resultado, de tal manera que se obtenga la liquidez necesaria para cubrir al menos las deudas adquiridas a corto plazo. Y tomando las debidas precauciones en caso de que ambas razones sean superiores a 1, puesto que esto implicaría un exceso de liquidez y por ende una pérdida de rentabilidad.

2.8.4 Razones de Rentabilidad[35]

Las razones de rentabilidad son utilizadas para medir la capacidad de la empresa para generar utilidades con base en los recursos invertidos.

CUADRO 4. RAZONES DE RENTABILIDAD

AÑOS	2005	2006	2007
Margen de utilidad neta	5.60%	7.46%	8.02%
ROA	10.72%	12.45%	13.58%
ROE	18.48%	20.71%	21.44%
Utilidad por acción (EPS)	$ 0.2722	$ 0.3539	$ 0.3781

Elaborado por: los autores

2.8.4.1 Margen de Utilidad Neta (MU)

Durante los periodos analizados se evidencia un incremento en los márgenes de utilidad, siendo del 5.60% en el 2005 y llegando al 8.02% en el año 2007. Por lo que se interpreta una continua mejora en la rentabilidad de la empresa, y mientras más alto sea este margen mejor será la rentabilidad obtenida.

---

35 www.wikipedia.com, op.cit.

2.8.4.2 Rendimiento sobre los Activos (ROA)

Entre los años 2005 y 2006 se han obtenido rentabilidades del 10.72% y el 12.45% respectivamente, llegando al 2007 con una rentabilidad de 13.58% por cada dólar invertido en los activos. De igual manera se considera que mientras más alto sea este ratio mayor será la rentabilidad alcanzada por la empresa.

2.8.4.3 Rendimiento sobre el Capital (ROE)

Entre los años 2005 y 2006 se han obtenido rentabilidades del 18.48% y el 20.71% respectivamente, llegando al 2007 con una rentabilidad de 21.44% por cada dólar invertido por los propietarios. De igual manera se considera que mientras más alto sea este ratio mayor será la rentabilidad alcanzada por la empresa.

2.8.4.4 Utilidad por Acción (UPA)

En los periodos analizados se evidencia un incremento continuo de las utilidades obtenidas por acción. Presentando utilidades en los años 2005 y 2006 de $0.2722 y $0.3539 por cada acción respectivamente. Mientras que en el año 2007 se obtuvo una utilidad mejor aún de $0.3781 por cada acción. Demostrando de esta manera que las utilidades o rentabilidades han venido mejorando con el transcurso de los años. Siendo un signo positivo en la actividad financiera de la empresa.

2.9 Análisis Vertical y Horizontal [36]

A continuación vamos a realizar un análisis horizontal y vertical de los estados de resultados de la Corporación Favorita C. A. para el período comprendido desde el año 2003 hasta el año 2007. Destacando que los valores a analizar fueron obtenidos de los balances auditados por la empresa Deloitte & Touche y que dichos resultados nos servirán para la elaboración de los supuestos requeridos en la proyección de los flujos de efectivo.

La empresa muestra una evolución comercial positiva manteniendo un crecimiento sostenido en sus Ventas Netas. Puesto que las mismas fueron incrementándose desde USD 526,453,000 en el 2003 hasta USD 872,044,000 en el 2007. El promedio del crecimiento en Ventas Netas para el período analizado de cinco años fue de 13.48%.

Del 2003 al 2007 el Costo de Venta expresado como una proporción de las Ventas Netas permaneció relativamente estable, fluctuando entre el 77.79% y 79.20%. Por otro lado, si analizamos el Costo de Ventas en forma horizontal, es decir midiendo la variación de un período con el inmediato anterior, evidenciamos que al igual que en las Ventas Netas existe un crecimiento constante, pero en una proporción variable. Por lo que para fines metodológicos vamos a utilizar un promedio del porcentaje que representa el Costo de Venta sobre las Ventas Netas totales del período analizado. Cuyo resultado es de 78.74%.

---

36 Los datos utilizados para el análisis vertical y horizontal fueron tomados de los estados financieros auditados por la empresa Deloitte & Touche

Pese que al momento de realizar la proyección de los flujos de efectivo, el Margen Bruto resultará de la diferencia entre las Ventas Netas y el Costo de Ventas, previamente analizadas. Podemos destacar que dichos márgenes representaban el 16.96% de las Ventas Netas para el año 2003, mientras que para el 2007 representó el 22.21%. Es decir se constató una mayor variación porcentual en dicho período en comparación al Costo de Ventas del mismo período.

Es por esta razón que se decidió calcular el Margen Bruto mediante la diferencia entre las Ventas Netas y el Costo de Ventas, lo que nos llevó a obtener un Margen Bruto de 21.26%. El mismo que a simple vista parece un margen bajo, sin embargo debemos tener presente que dado el giro de negocio de la Corporación Favorita C.A. la ganancia se ve expresada en el volumen de las Ventas generadas.

Los Gastos Administrativos permanecieron relativamente estables respecto al porcentaje de representación sobre las Ventas Netas, manteniendo una fluctuación de no más del 0.52%. Siendo los Gastos Administrativos en el año 2003 de USD 58,970,000 y en el año 2007 de USD 93,434,000. Al obtener el promedio porcentual de los Gastos Administrativos en relación a las Ventas del periodo de estudio tuvimos como resultado un 10.99%. Recalcando una vez más que el mismo rubro analizado en formal horizontal entre los distintos periodos nos reportaba resultados más fluctuantes pero siempre incrementándose cada año.

Como en los casos anteriores de las cuentas previamente vistas, al analizar la Depreciación en forma vertical como una proporción de las ventas nos brindó resultados más moderados que al examinarla en forma horizontal en relación a otros periodos. Alcanzando un promedio porcentual de 1.63%. Cabe recalcar que dicha cuenta de Depreciación ha presentado un crecimiento de variadas proporciones del 2003 al 2007.

Al igual como se procedió con el Margen Bruto se calculó el Margen Operativo como una diferencia entre la Utilidad Bruta y los Gastos Administrativos y la Depreciación. Dicha cuenta de Margen Operativo se ha venido incrementando en forma constante, aunque no en una misma proporción. Adicionalmente pudimos constatar que desde el 2003 al 2007 el Margen Operativo aumentó moderadamente 1.11 puntos porcentuales. La Utilidad Operativa fue de USD 71,443,000 en el 2007 representando un Margen Operativo de 8.19%. En el 2003 la Utilidad Operativa fue de USD 37,283,000 representando un Margen Operativo de 7.08%. Concluyendo que los resultados evidenciados son poco fluctuantes.

Los Ingresos Financieros se aprecian cambiantes, evidenciando subidas y bajadas consecutivas de un período a otro, desde el punto de vista del análisis horizontal. Pero mediante un análisis vertical la evidencia se vuelve más estable, ya que al comparar los Ingresos Financieros como una proporción de las Ventas Netas notamos resultados menos variables entre los periodos.

Por ejemplo, tenemos que en el año 2003 los Ingresos Financieros fueron de USD 835,000 representando el 0.16% de las Ventas Netas, mientras que en el 2007 los Ingresos Financieros fueron de USD 1,247,000 representando el 0.14% de las Ventas Netas, es decir una diferencia de 0.02 puntos porcentuales entre las proporciones del 2003 y el 2007. Al obtener resultados más convincentes, optamos por considerar el promedio de dichas proporciones como referencia para la elaboración de los flujos proyectados, dándonos como resultado unos Ingresos Financieros que representarán el 0.17% de las Ventas Netas proyectadas.

La Utilidad Antes de Intereses e Impuestos fue de USD 88,746,000 en el 2007, representando un Margen de Utilidad Antes de Intereses e Impuestos de 10.18%. Esto representa un incremento moderado, comparado con el margen del 7.62% alcanzado en el 2003. Resultando una variación de 2.56 puntos porcentuales desde el inicio al final del periodo analizado. Los factores que contribuyen a este nivel de rentabilidad son el incremento en el Margen de Utilidad Bruta y la disminución en Otros Gastos durante el período descendiendo de 0.13% a 0.12% en relación a las Ventas Netas. Esta cuenta de Utilidad Antes de Intereses e Impuestos se calculó en base a la suma del Margen Operativo y los Ingresos Financieros.

La cuenta de Gastos Financieros se ha presentado muy fluctuante, tanto desde el punto de vista del análisis vertical como horizontal. Sin embargo, y como en el caso de las cuentas analizadas anteriormente, los valores menos variables son los obtenidos mediante la comparación de la proporción de los Gastos Financieros en relación a las Ventas de los diferentes años. Pero debemos tener muy en cuenta que el valor de esta cuenta depende de los niveles de endeudamiento que posea la empresa tanto a corto como a largo plazo, y del costo de dichas deudas. Por lo que debemos tener muy presentes los supuestos a utilizar para poder definir los valores de los Gastos Financieros en las proyecciones a realizar.

La Participación a Trabajadores ha ido aumentando cada año, pero en diferentes magnitudes. En el año 2003 fueron de USD 6,873,000 y en el 2007 fueron de USD 12,656,000. Mientras que al contrastar la proporción de la Participación a Trabajadores con la Utilidad Antes de Impuestos los resultados fueron decrecientes con un pequeño aumento del 2006 al 2007 de 0.75 puntos porcentuales.

El rubro de Otros Ingresos No Operacionales, se presenta muy variable ya sea que se analice en forma horizontal o vertical. Con incrementos y decrementos de un año a otro. Por ejemplo, los Otros Ingresos No Operacionales fueron en el año 2003 USD 1,983,000, en el 2004 USD 5,249,000 en el 2005 USD 3,258,000 terminando en el 2007 con USD 17,067,000. Pese a esto, los valores más sensatos fueron los encontrados al comparar las proporciones de dicho rubro en relación a las Ventas Netas, resultando como promedio 1.22%. Que es el valor a utilizar en las proyecciones futuras.

La cuenta de Otros Gastos No Operacionales no se evidenció en los años 2003, 2004 y 2005. Pero sí en los años 2006 y 2007, presentando valores de USD 1,022,000 y USD 1,011,000 respectivamente. Como solo contamos con dos valores para comparar, se calculó un promedio de la proporción de los Otros Gastos No Operacionales en relación a las Ventas Netas, dándonos como resultado 0.13%. Cuyo valor es el que utilizaremos en la proyección de los flujos futuros.

La Provisión de Impuestos se muestra a lo largo de los años como creciente, no obstante el crecimiento pese a ser constante no se presenta en la misma proporción.

Los Gastos de Bonos Funcionarios se presentaron crecientes desde el año 2003 con un valor de USD 2,291,000 hasta el año 2006 con un valor de USD 3,287,000, luego presentó una pequeña baja en el año 2007 con un valor de USD 3,164,000. Una vez más el crecimiento no se dio en proporciones similares y recurrimos a la utilización de las proporciones sobre de las ventas, en donde tuvimos como resultado un promedio de 0.43%.

CAPÍTULO III: ANÁLISIS DE DATOS Y PLANTEAMIENTO

3.1 Planteamiento

Luego de haber realizado el análisis de ratios para un periodo de tres años (del 2005 al 2007), corroborando en los mismos una buena evolución financiera de la empresa, en donde los niveles de endeudamiento se mostraron a la baja, pese a tener un incremento en los pasivos de largo plazo en el 2006 pero que volvieron a bajar en el 2007. La rotación de los inventarios se evidenció estable, destacando que sus inventarios rotan en un mes y medio aproximadamente.

De igual manera la rotación de cuentas por cobrar se percibió saludable, más aún teniendo en cuenta que el tiempo promedio de cobro de las ventas a crédito se mantiene en un rango no mayor a los treinta días. Dicho tiempo fue inferior a los sesenta y un días aproximadamente en que cancelaban las cuentas por pagar. Por lo que parecería poco probable que la empresa incurriera en problemas al momento de hacer frente a sus obligaciones.

Sin embargo debemos tener presente que en la razón corriente, nos percatamos de que las que las obligaciones a corto plazo están cubiertas casi en un 100% por los activos corrientes, lo cual no se muestra mal, pero podría estar en una mejor situación ya que no representa una seguridad de cumplimiento para las obligaciones contraídas a corto plazo, más aún cuando la prueba ácida nos arrojó una cobertura de las obligaciones de corto plazo de apenas 50%.

Por otro lado, al analizar las razones de rentabilidad los resultados obtenidos fueron muy alentadores, tanto el margen de utilidad neta, como el rendimiento sobre activos, rendimiento sobre capital y la utilidad por acción se manifestaron en un constante crecimiento, por lo cual estos resultados y los anteriormente expuestos nos brindan una visión saludable de la actividad financiera de la empresa.

También procedimos a elaborar un análisis horizontal y vertical de las diferentes cuentas de efectivo de la empresa para identificar el comportamiento histórico de las mismas durante un período de 5 años (del 2003 al 2007) y de esta manera poder determinar cual de los dos análisis (horizontal y vertical) nos brindaba resultados más estables. Cabe mencionar que en dichos análisis procedimos a incluir dos años más que los utilizados para el análisis de ratios debido a que la idea era obtener un proceder histórico de las diferentes cuentas y consideramos pertinente abarcar un mayor periodo de tiempo, mientras que para el análisis de ratios el objetivo era adquirir una visión general de la situación financiera de la empresa de los años más recientes.

Sin lugar a dudas en todas las cuentas en el momento de realizar el análisis horizontal obtuvimos resultados muy variables, no siendo así cuando elaboramos el análisis vertical y encontramos valores menos fluctuantes.

Las Ventas Netas fueron analizadas sólo en forma horizontal, es decir la evolución o tendencia de dicha cuenta en el transcurso de los años, puesto que al hacer el análisis vertical comparábamos cada una de las cuentas con respecto a las Ventas Netas y al realizarlo con la misma cuenta siempre íbamos a obtener como resultado 100%. Las Ventas Netas presentaron una tendencia de crecimiento continuo en cada uno de los años, sólo que en diferentes proporciones.

De igual manera encontramos que la mayoría de las cuentas mostraban este mismo crecimiento continuo, las mismas que detallo a continuación: Costo de venta, Utilidad Bruta, Gastos Administrativos, Depreciación, Participación de Empleados y Provisión de Impuestos. Mientras que otro grupo de cuentas dejó en evidencia su fluctuante comportamiento con incrementos y decrementos entre los diferentes años, cuentas tales como: Gastos Financieros, Ingresos o Egresos Financieros, Otros Ingresos No Operacionales y Bonos de Funcionarios. La única cuenta que mostró un decremento fue la de Otros Gastos No Operacionales, cabe indicar que este rubro sólo se presentó en los años 2006 y 2007.

Todas estas observaciones se realizaron luego de haber elaborado el respectivo análisis horizontal, y más allá de las distintas tendencias que mostraron cada una de las cuentas, lo que nos dejaron bien en claro es que si queríamos encontrar un patrón más estable para poder definir los supuestos y así poder proyectar los flujos, teníamos que realizar el análisis vertical, cuyas conclusiones las veremos a continuación en la metodología y elaboración de supuestos.

3.2 Metodología

El planteamiento realizado, para poder determinar una estructura de financiamiento óptima para la Corporación Favorita C.A., fue el proyectar los flujos de efectivo a un período futuro de cinco años suponiendo una perpetuidad en el último periodo con un crecimiento constante G, y elaborando con los mismos, varios escenarios con diferentes niveles de endeudamiento, lo mismos que van a ir desde un nivel de deuda del 0% hasta un nivel del 90% de endeudamiento. Seleccionando como óptimo aquel nivel de endeudamiento que le genere un mayor valor de mercado para la C.F.C.A.

Se tomó como punto de partida el nivel de endeudamiento actual de la C.F.C.A. en el año 2007, y las características financieras derivadas de dicha capitalización. Luego para proyectar los flujos de efectivo se definió los supuestos a utilizar. Los mismos que vamos a detallar a continuación.

3.3 Supuestos

- Crecimiento de Ventas constante y se obtiene mediante el cálculo del promedio de las variaciones porcentuales de las Ventas Netas anuales desde el año 2003 al 2007.

- Las cuentas de Costo de Venta, Gastos Administrativos, Ingresos Financieros, Otros Ingresos No Operacionales, Otros Egresos No Operacionales y Gastos de Bonos Funcionarios, se consideran con crecimiento constante y se obtienen calculando el promedio de la proporción de cada cuenta respecto a las Ventas Netas del periodo analizado.

- Las tasas del Impuesto a la Renta y la Participación a Trabajadores que se utilizaron fueron las estipuladas por la ley, 25% y 15% respectivamente, y se consideraron constantes en el tiempo.

- La Depreciación se consideró como constante en la proyección de los flujos de efectivo, para todos los periodos. Considerando una Depreciación en línea recta del 10%.

- El costo de la Deuda (Kd) varía en una proporción de 0.5 puntos porcentuales por cada variación de 10 puntos porcentuales en los niveles de Endeudamiento. Se tomó como punto de partida el Costo de la Deuda del financiamiento del año 2007.

- Se consideró como Deuda aquellas obligaciones que generaron intereses, sean estas de largo o corto plazo.

- La Deuda del periodo actual 2007 se cancela mediante pagos iguales periódicos dentro del tiempo estimado para la proyección de los flujos.

- El valor de los Activos Totales del año 2007 se mantiene constante en los diferentes escenarios con distintos niveles de endeudamiento.

- La Tasa de Crecimiento (G) de la empresa va a ser el promedio del crecimiento de las Ventas Netas.

- El Total Pasivo del año 2007 se considera como el valor de mercado de la Deuda para el nivel de endeudamiento de ese mismo periodo.

- En la proyección de los flujos de efectivos se consideró el flujo del quinto periodo proyectado con un crecimiento G constante, para el resto de los periodos. O dicho de otra manera, dicho crecimiento se consideró como perpetuo en el tiempo.

Una vez definidos los supuestos, se procedió a la proyección de los flujos de efectivo.

3.4 Proyección de los Flujos de Efectivo

Como se mencionó anteriormente, el análisis vertical fue la base principal de la elaboración de los supuestos debido a la estabilidad de los valores obtenidos en el mismo. A excepción de las Ventas Netas, en donde para realizar la proyección de la misma se optó por calcular el promedio de la tendencia de crecimiento de las Ventas Netas históricas de cada uno de los cinco años analizados, en donde se encontró que el crecimiento promedio era del 13.48%, crecimiento que se supuso constante en las proyecciones de las Ventas Netas.

El Costo de Ventas se analizó como una proporción de las Ventas Netas, con lo cual se calcularon valores muy similares y se supuso que el promedio de dichas proporciones se iba a mantener en el transcurso del tiempo. El Costo de Ventas promedio obtenido fue del 78.74% de las Ventas Netas.

La Utilidad o Margen Bruto se tomó simplemente como la diferencia entre las Ventas Netas y los Costos de Ventas proyectados de cada periodo.

Los Gastos Administrativos, al igual que los Costos de Ventas se tomaron como una proporción de las Ventas Netas, y se obtuvo como promedio del periodo 10.99% y se supuso de igual manera constante para la proyección de dicha cuenta.

En cuanto a la Depreciación, se utilizó el método de línea recta. La misma se obtuvo calculando el 10% de los Activos Fijos Brutos del año 2007. Dándonos como resultado USD 23,815 (en miles de dólares) y se consideró como constante dicho valor para los flujos de efectivo que se proyectaron.

Para el cálculo del Margen Operativo se procedió a calcular la diferencia entre los valores proyectados del Margen Bruto y los Gastos Administrativos y la Depreciación.

Las cuentas de Ingresos Financieros, Otros Ingresos No Operacionales, Otros Egresos No Operacionales y Gastos de Bonos Funcionarios se midieron como una proporción de las Ventas Netas, calculando los promedios de las diferentes proporciones de cada cuenta y utilizando los resultados obtenidos como constantes para las proyecciones de los flujos de efectivo. Los valores calculados fueron de 0.17%, 1.22%, 0.13% y 0.43% respectivamente.

Para obtener la Utilidad Antes de Intereses e Impuestos, se sumó el Margen Operativo más los Ingresos Financieros proyectados.

El Costo de la Deuda (Kd) para el año 2007 fue de 7.44%, la misma que se obtuvo mediante un promedio de las distintas tasas de intereses que le cobran los bancos por concepto de préstamos a la C.F.C.A. Recalcando que del Total del Pasivo de USD 188,913 (en miles de dólares) apenas un 7.8242% es decir $14.781 (en miles de dólares) representaban Deudas Bancarias que generaban intereses. Y fueron estas Deudas Bancarias las que se utilizaron para calcular los Gastos Financieros.

Del Costo de Deuda del 7.44 % se partió para poder identificar los Costos de Deuda de los diferentes escenarios de Endeudamiento, recordando que habíamos planteado una variación de 5 puntos porcentuales para cada aumento o disminución de 10 puntos porcentuales en el nivel de Endeudamiento.

Una vez definido el Costo de la Deuda, se procedió a elaborar una tabla de amortización de la Deuda, la misma que muestra al detalle los cálculos realizados y que se pueden corroborar en el anexo 4, en donde se utilizaron las siguientes fórmulas:

(1) Deuda Bancaria = Total Pasivo x 7.8242%.

(2) Pago de Amortización = Deuda Bancaria / # de años a proyectar (que para el objeto de nuestro estudio es de un periodo de 5 años).

(3) Importe del Principal a Amortizar = Deuda Bancaria – Pago de Amortización.

Para la cuenta del Pago de Amortización se consideró que la Deuda Bancaria del año 2007 de $14.782 (en miles de dólares) iba a ser cancelada con pagos periódicos iguales durante los cinco años proyectados. Por lo que la Deuda se amortizó en pagos anuales iguales hasta ser cancelada en su totalidad en el último año proyectado.

Los Gastos Financieros se midieron mediante la multiplicación del Costo de Deuda (Kd) correspondiente a cada nivel de endeudamiento por el promedio entre la Deuda Bancaria que genera intereses y el Importe del Principal a amortizar. Para mayor detalle de los cálculos realizados refiérase al anexo 4.

La Utilidad Antes de Impuestos se calculó mediante la diferencia entre la Utilidad Antes de Intereses e Impuestos y las siguientes cuentas: Los Gastos Financieros, Otros Ingresos No Operacionales, Otros Egresos No Operacionales y Gastos de Bonos Funcionarios, cuentas cuyos cálculos fueron explicados previamente.

Tanto para el Impuesto a la Renta como la Participación a Trabajadores se utilizaron las tasas estipuladas por la ley. Es decir 25% para el Impuesto a la Renta y 15% para la Participación a Trabajadores. Recordando que las tasas se suponen constantes en el tiempo. Es decir que para obtener la Participación a Trabajadores se multiplicó la Utilidad Antes de Impuestos por la tasa del 15%. Mientras que para calcular el Impuesto a la Renta su multiplicó el resultado de la diferencia entre la Utilidad antes de Impuestos y la Participación a Trabajadores, por la tasa del 25%.

Finalmente para obtener el Flujo de Efectivo Neto, se sumó a la Utilidad Neta la Depreciación, puesto que se la reduce para fines impositivos pero no representa una salida de efectivo. Y adicionalmente se resta el valor correspondiente al Pago de la Amortización.

De igual manera como se realizó la proyección de los flujos para el nivel de Endeudamiento actual de 36.67%, se elaboró las respectivas proyecciones de flujos para los diferentes escenarios con distintos niveles de Endeudamiento. Con una escala de 10 puntos porcentuales desde el O% al 90% del nivel de Endeudamiento. La elaboración de los distintos escenarios se detalla a continuación.

3.5 Elaboración de Escenarios de Endeudamiento

Para poder definir un nivel óptimo de Endeudamiento, se elaboró una tabla con distintos escenarios de niveles de Deuda, seleccionando como óptimo aquel que generó el mayor valor de mercado para la Corporación Favorita C.A.

Es decir, se procedió a valorar a la C.F.C.A. en los diferentes escenarios. Para esto se calculó el valor de mercado del patrimonio, descontando o trayendo a valor presente, los Flujos de Efectivo Netos proyectados, con el Costo del Patrimonio (Ke). Para determinar los valores de mercado de patrimonio (Em) se utilizaron las siguientes fórmulas:

(1) $\beta_L = ((\beta_U)*(1-(D/A*T)))/(1-D/A)$ donde:

β_L = Beta Apalancado

β_U = Beta Desapalancado de la Industria.[37]

D/A = Nivel de Endeudamiento.

T = 25% de la Tasa Impositiva.

(2) $R_{FE} = R_{F\ E.E.U.U.} + R.P.\ Ecuador$ donde:

R_{FE} = Tasa libre de riesgo de Ecuador.

$R_{F\ E.E.U.U.}$ = Tasa libre de riesgo de Estados Unidos [38]

R.P. Ecuador = Riesgo País de Ecuador [39]

37 www.damodaran.com

38 http://finance.yahoo.com/

39 www.bce.fin.ec: este valor corresponde al 18 de agosto del 2008

(3) $Ke = R_{FE} + ((\beta_L * (R_m - R_{FE})))$ donde:

$R_m - R_{FE}$ = Prima de riesgo de Ecuador. (9%) [40]

(4) $Em = (FC1/(1+Ke)) + (FC2/((1+Ke)^2)) + (FC3/((1+Ke)^3)) + (FC4/((1+Ke)^4)) + (FC5/((1+Ke)^5)) + (((FC5*(1+G))/(Ke - G))*((1+Ke)^{-5}))$ donde:

Em = Valor de Mercado del Patrimonio.

F.C. n = Flujo de Efectivo Neto proyectado para el año n.

G = Tasa de crecimiento de la empresa.

Cabe recalcar que se obtuvo un valor de mercado de Patrimonio (Em) para cada nivel de deuda. Así mismo se calculó el valor de mercado de la Deuda para los diferentes escenarios de financiamiento, para lo cual se utilizó la siguiente fórmula:

(1) Dm n = Pasivo Total del periodo actual – Deuda Bancaria del periodo actual + Deuda Bancaria del periodo n.

Detallando que al mencionar el periodo actual, se hace referencia al año 2007. Y para el endeudamiento en 0%, simplemente se considera que no existe deuda, por ende el valor de mercado de la misma es cero para dicho periodo.

Finalmente se calculó el valor de mercado (Am) de la C.F.C.A. sumando los valores de mercado del Patrimonio (Em) y la Deuda (Dm) respectivos de cada nivel de Endeudamiento (D/A).

40 La prima por riesgo de mercado (Rm - RFE) corresponde a un promedio histórico del mercado financiero estadounidense utilizado en las últimas décadas.

A continuación se muestra la tabla 1 en donde se aprecian los Valores de Mercado obtenidos para las diferentes estructuras de financiamiento planteadas.

Tabla 1. Valor de Mercado de la C.F.C.A. en Diferentes Escenarios de Deuda

En miles de dólares

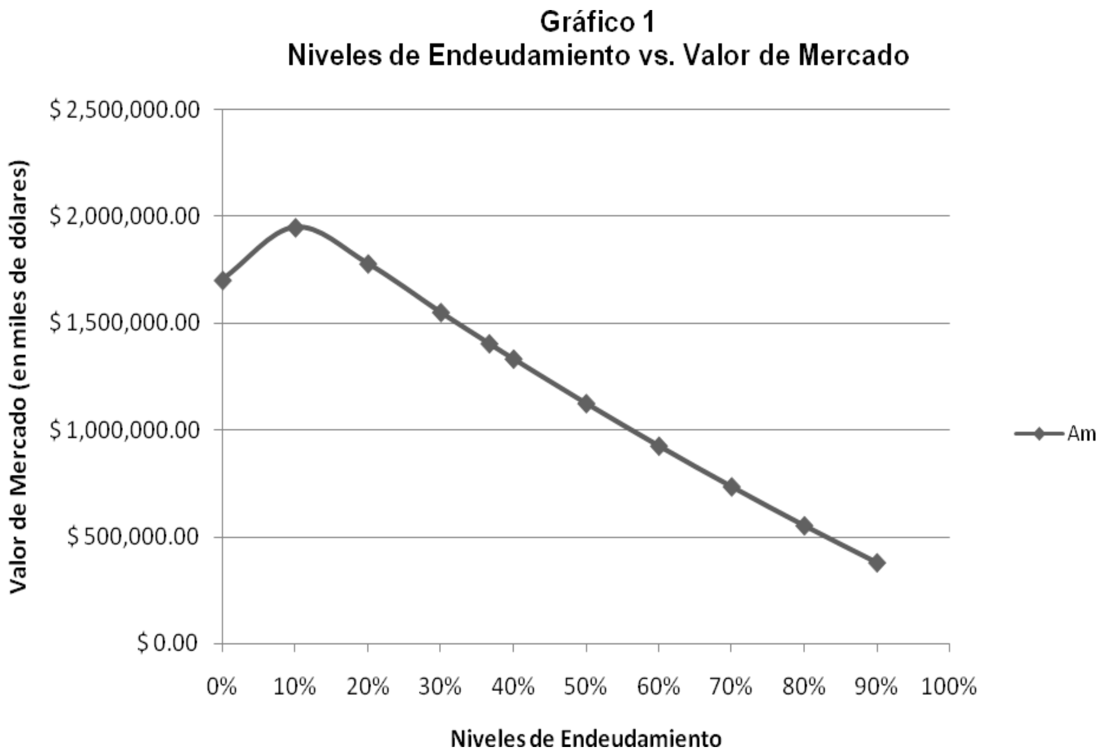
D/A	Em	Dm	Am
0.00%	$ 1,701,372.34	$ 0.00	$ 1,701,372.34
10.00%	**$ 1,770,134.38**	**$ 178,163.07**	**$ 1,948,297.45**
20.00%	$ 1,596,508.90	$ 182,194.14	$ 1,778,703.04
30.00%	$ 1,364,500.07	$ 186,225.21	$ 1,550,725.28
36.67%	$ 1,215,348.47	$ 188,913.00	$ 1,404,261.47
40.00%	$ 1,142,415.03	$ 190,256.28	$ 1,332,671.31
50.00%	$ 929,791.34	$ 194,287.35	$ 1,124,078.69
60.00%	$ 726,210.21	$ 198,318.42	$ 924,528.63
70.00%	$ 531,316.99	$ 202,349.49	$ 733,666.49
80.00%	$ 344,878.86	$ 206,380.56	$ 551,259.42
90.00%	$ 167,037.88	$ 210,411.63	$ 377,449.51

Elaborado por: los autores

En la tabla 1 se evidencia que manteniendo el nivel de Endeudamiento actual de 36.67%, la empresa C.F.C.A. alcanzaría un Valor de Mercado de USD 1,404,261,470. A su vez queda en evidencia que mientras más se incrementa su nivel de deuda, menor es el valor de mercado de la empresa. Por lo cual la C.F.C.A. obtiene un valor de mercado de apenas USD 377,449,510 si optara por financiarse con un 90% de fondos de terceros.

Cabe destacar que la tabla 1 también nos muestra que con un 0% del nivel de Endeudamiento, la empresa obtiene un valor de mercado de USD 1,701,372,340 con lo que se comprueba que la C.F.C.A. genera un Valor de Mercado sin Deuda mayor al que se obtiene con un nivel de Endeudamiento igual o mayor al actual (36.67%).

Para poder apreciar de una mejor manera los resultados obtenidos se presenta a continuación el gráfico 1, en donde se detallan los diferentes niveles de Endeudamiento con los respectivos Valores de Mercado (Am) generados.



En el gráfico 1 se puede mostrar en forma más notoria además de lo expuesto anteriormente en la tabla 1, que el nivel de Endeudamiento que generó el mayor Valor de Mercado para la C.F.C.A. de los escenarios expuestos es el del 10%, en donde se calculó un valor de mercado de USD 1,948,297,450.

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Una vez obtenidos los valores de mercado (Am) de la Corporación Favorita C.A. para los distintos niveles de Endeudamiento, se procedió a analizar los resultados obtenidos, llegando a las conclusiones que se puntualizan a continuación:

- De los escenarios planteados, el que generó un mayor valor de mercado para la C.F.C.A. fue el nivel de Endeudamiento del 10%. Es decir que el nivel óptimo, para la empresa en referencia, es aquella combinación de financiamiento en donde los fondos ajenos representen un 10% y los fondos propios representen el 90% restante, para de esta manera poder maximizar el valor de la empresa.

- Cualquier nivel de financiamiento fuera del óptimo, le generará a la empresa un valor de mercado inferior al máximo. Con esto no se debe interpretar que con un nivel de Endeudamiento superior o inferior al 10% la empresa vaya a tener problemas de insolvencia o quiebra. Simplemente que va a elegir una estructura de financiamiento que no le permitirá maximizar su valor de mercado.

- Debemos dejar bien en claro que el nivel de Endeudamiento del 10% propuesto para la C.F.C.A., es una propuesta realizada en base a un análisis particular de las características financieras de la empresa objeto de nuestro estudio en el periodo analizado, así como de las variables económicas utilizadas que fueron consultadas al momento de la elaboración de este trabajo. Por lo que dicho nivel de Endeudamiento puede variar, según se den los cambios en las características y variables utilizadas.

- Las decisiones de financiamiento a implementar por la C.F.C.A., se van a ver perfiladas por un trade-off entre los beneficios y costos que se incurrirían en los diferentes niveles de Deuda. Decidiéndose por aquellos niveles en donde los beneficios sean mayores a los costos.

- Pese a ser una empresa familiar, en donde la familia Wright posee aproximadamente el 55% de las acciones, la misma se ha desempeñado y evolucionado de acuerdo a las necesidades y exigencias cambiantes de los clientes. Manteniéndose entre los primeros lugares, como una de las empresas más rentables del país. Dando a notar que en el caso particular de la C.F.C.A. le ha sido beneficiosa la administración de la misma como una empresa familiar.

- Finalmente se concluye que este bajo nivel de endeudamiento, requerido por la C.F.C.A. para poder maximizar su valor de mercado, podría deberse a la falta de necesidad de efectivo de la empresa, debido al giro del negocio de la misma y la rápida capacidad de generar efectivo. En donde, por los volúmenes de Ventas que generan, poseen un fuerte poder de negociación con los proveedores.

En base a los resultados alcanzados, se recomienda a la C.F.C.A. que disminuya su nivel de endeudamiento al 10% para que así maximice el valor de su empresa. Y en caso de que no sea factible disminuir dicho nivel en forma inmediata, se aconseja que al menos reduzcan el nivel actual de deuda de 36.67% que mantienen al año 2007. Pero lo que si no pueden dejar de hacer, es el esforzarse por mantener niveles de endeudamiento bajos, para así poder generar mayores valores de mercado.

BIBLIOGRAFÍA

1. David Durand (1952) “Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement”.
2. Modigliani Franco y Miller Merton (1958) "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the theory of the Firm".
3. Rafael Sarmiento y Mauricio Salazar Santana (2005) “La Estructura de Financiamiento de las empresas: Una evidencia teórica y econométrica para Colombia 1997-2004”.
4. Ross Stephen (2005) “Finanzas Corporativas” 7ª Edición; Cap. 15.
5. Jorge Rivera Godoy (2002) “Teoría sobre la estructura de capital”. Estudios Gerenciales. Universidad ICESI: v.24, p.31 - 59.
6. Solomon (1972) “Teoría de la Gestión Financiera”, pág. 86, Dumond, Paris.
7. Guillermo López Dumrauf (1999) “La estructura de capital óptimo de la firma: cómo mejorar las decisiones de financiamiento”, revista del Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas (IAEF), Nº 162.
8. Juan Mascareñas (2001) “La estructura de Capital Optima”.
9. De Angelo, H. y Masulis, R. (1980): “Optimal capital structure under corporate and personal taxation”. Journal of Financial Economic. Vol. 8. March, pp. 3-29.
10. Juan Mascareñas (2007) “Contratos financieros – Principal Agente”.
11. Katherine Chamberlain y Desvern Borbón (2007) “La Teoría de la Agencia y su Aplicación a las Empresas Familiares en la Ciudad de Santiago de los Caballeros, República Dominicana”.
12. www.bolsadequito.com

13. www.supermaxi.com
14. www.fimcp.espol.edu.ec/backup/industrial/prog-materias/casos/lafavorita.doc
15. Publicación de Diario El Universo del 2 de junio de 2008.
16. http://www.dlh.lahora.com.ec/paginas/debate/paginas/debate1393.htm
17. Instituto Politécnico Nacional – Dirección de Planeación y Organización – www.ipn.mx
18. Michael E. Porter (1980), Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors.
19. Richard Brealey, Stewart Myers (1998) “Principios de Finanzas Corporativas”, Quinta Edición.
20. James Van Horne, John Wachowicz Jr.(1994) “Fundamentos de Administración Financiera”, Octava Edición.
21. www.wikipedia.com
22. Estados Financieros auditados por la empresa Deloitte & Touche de los años 2003 a 2007.
23. www.damodaran.com
24. http://finance.yahoo.com/
25. www.bce.fin.ec

ANEXOS

ANEXO 1
BALANCE GENERAL
CORPORACIÓN FAVORITA C.A.

Fecha de estado financiero	**31/12/2003**		**31/12/2004**		**31/12/2005**		**31/12/2006**		**31/12/2007**	
No. meses ejercicio	12		12		12		12		12	
Tipo de estado financiero	Anual		Anual		Anual		Anual		Anual	
Moneda original: USD Estados Unidos Dólar										
ACTIVO CIRCULANTE										
Caja bancos	2,256,000	0.9	351,000	0.1	1,329,000	0.4	598,000	0.1	2,334,000	0.5
Inversión en valores	450,000	0.2	600,000	0.2	600,000	0.2	600,000	0.1	600,000	0.1
Ctas x cobrar clientes locales	26,010,000	10.4	28,643,000	10.2	38,106,000	10.7	50,358,000	11.1	55,608,000	10.8
Reserva incobrables (-)	493,000	0.2	651,000	0.2	623,000	0.2	714,000	0.2	893,000	0.2
Total cuentas x cobrar netas	25,517,000	10.2	27,992,000	10	37,483,000	10.5	49,644,000	10.9	54,715,000	10.6
Ctas x cobrar accionistas y relacionadas	9,904,000	3.9	7,493,000	2.7	9,369,000	2.6	13,215,000	2.9	16,197,000	3.1
Anticipo proveedores	10,000,000	4	10,000,000	3.6	10,000,000	2.8	10,000,000	2.2	10,000,000	1.9
Anticipo empleados	640,000	0.3	874,000	0.3	762,000	0.2	750,000	0.2	701,000	0.1
Otras cuentas por cobrar	-	-	-	-	-	-	2,353,000	0.5	4,711,000	0.9
Inventario en tránsito	1,543,000	0.6	2,630,000	0.9	5,073,000	1.4	3,444,000	0.8	499,000	0.1
Inventario producto terminado	50,074,000	19.9	55,495,000	19.7	69,795,000	19.6	80,898,000	17.8	86,544,000	16.8
Otros inventarios (herram, sumin, rep)	1,247,000	0.5	2,115,000	0.8	2,108,000	0.6	1,981,000	0.4	2,241,000	0.4
Total inventario	52,864,000	21.1	60,240,000	21.4	76,976,000	21.7	86,323,000	19	89,284,000	17.3
Gastos pagados por anticipado	1,152,000	0.5	776,000	0.3	1,153,000	0.3	-	-	-	-
TOTAL ACTIVO CIRCULANTE	**102,783,000**	**40.9**	**108,326,000**	**38.5**	**137,672,000**	**38.7**	**163,483,000**	**35.9**	**178,542,000**	**34.7**
ACTIVO NO CIRCULANTE										
Terreno(s)	11,999,000	4.8	14,372,000	5.1	17,783,000	5	18,011,000	4	18,067,000	3.5
Construcción en proceso	5,283,000	2.1	13,593,000	4.8	3,725,000	1	9,376,000	2.1	3,412,000	0.7
Edificios, instalaciones y mejoras	74,630,000	29.7	76,269,000	27.1	92,878,000	26.1	100,836,000	22.2	119,701,000	23.2
Maquinaria, equipos	27,890,000	11.1	33,174,000	11.8	44,777,000	12.6	50,638,000	11.1	60,502,000	11.7
Muebles y enseres	12,810,000	5.1	14,833,000	5.3	19,364,000	5.4	20,941,000	4.6	25,719,000	5
Otros activos fijos	2,551,000	1	3,073,000	1.1	4,577,000	1.3	5,787,000	1.3	7,219,000	1.4
Vehículos	2,918,000	1.2	3,089,000	1.1	3,393,000	1	3,412,000	0.8	3,534,000	0.7
Activo fijo bruto	138,081,000	55	158,403,000	56.3	186,497,000	52.5	209,001,000	45.9	238,154,000	46.2
Depreciación acumulada (-)	30,652,000	12.2	37,374,000	13.3	46,376,000	13	57,298,000	12.6	69,284,000	13.4
Total activo fijo neto	107,429,000	42.8	121,029,000	43	140,121,000	39.4	151,703,000	33.3	168,870,000	32.8
Inversiones a largo plazo	20,273,000	8.1	20,666,000	7.3	21,331,000	6	69,390,000	15.3	84,231,000	16.3
Otros activos no corrientes	31,770,000	12.7	43,490,000	15.5	71,359,000	20.1	89,207,000	19.6	106,922,000	20.8
Amortización acumulada(-)	11,129,000	4.4	12,328,000	4.4	15,014,000	4.2	18,852,000	4.1	23,362,000	4.5
TOTAL ACTIVO NO CIRCULANTE	**148,343,000**	**59.1**	**172,857,000**	**61.5**	**217,797,000**	**61.3**	**291,448,000**	**64.1**	**336,661,000**	**65.3**
TOTAL ACTIVO	**251,126,000**	**100**	**281,183,000**	**100**	**355,469,000**	**100**	**454,931,000**	**100**	**515,203,000**	**100**
PASIVO CIRCULANTE										
Deuda bancaria corto plazo	5,000,000	2	-	-	19,000,000	5.3	12,500,000	3	9,000,000	1.7
Porción cte. prestamos LP	-	-	-	-	-	-	5,312,000	1.3	5,781,000	1.1
Ctas x pagar proveedores	58,152,000	23.2	64,535,000	23	88,626,000	24.9	107,913,000	26	115,018,000	22.3
Ctas x pagar relacionadas	1,426,000	0.6	1,101,000	0.4	1,617,000	0.5	6,242,000	1.5	5,844,000	1.1
Otras cuentas por pagar	-	-	-	-	-	-	5,543,000	1.3	10,035,000	1.9
Intereses por pagar	-	-	-	-	209,000	0.1	152,000	-	86,000	-
Sueldos y gastos por pagar	9,945,000	4	11,198,000	4	14,151,000	4	19,252,000	4.6	22,503,000	4.4
Reparto de utilidades	6,875,000	2.7	8,030,000	2.9	-	-	-	-	-	-
Total acreedores diversos	16,820,000	6.7	19,228,000	6.8	14,360,000	4	19,404,000	4.7	22,589,000	4.4
Impuestos fiscales por pagar	6,657,000	2.7	7,006,000	2.5	8,625,000	2.4	9,792,000	2.4	11,025,000	2.1
Otros pasivos corrientes	-	-	-	-	8,745,000	2.5	-	-	-	-
TOTAL PASIVO CIRCULANTE	88,055,000	35.1	91,870,000	32.7	140,973,000	39.7	166,706,000	40.2	179,292,000	34.8
PASIVO NO CIRCULANTE										
Deuda bancaria largo plazo	-	-	-	-	-	-	5,781,000	1.4	-	-
Ingreso diferido	-	-	1,955,000	0.7	3,070,000	0.9	2,433,000	0.6	1,723,000	0.3
Provisión jubilación patronal	2,559,000	1	4,251,000	1.5	5,212,000	1.5	6,610,000	1.6	7,898,000	1.5
Otros pasivos largo plazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL PASIVO NO CIRCULANTE	2,559,000	1	6,206,000	2.2	8,282,000	2.3	14,824,000	3.6	9,621,000	1.9
TOTAL PASIVO	**90,614,000**	**36.1**	**98,076,000**	**34.9**	**149,255,000**	**42**	**181,530,000**	**43.8**	**188,913,000**	**36.7**
CAPITAL CONTABLE										
Capital social acciones comunes	75,000,000	29.9	105,000,000	37.3	140,000,000	39.4	160,000,000	35.2	185,000,000	35.9
Reservas	32,349,000	12.9	19,523,000	6.9	28,107,000	7.9	36,938,000	8.1	37,571,000	7.3
Conversión monetaria	22,489,000	9	22,418,000	8	-	-	-	-	-	-
Utilidades retenidas y del ejercicio	30,674,000	12.2	36,166,000	12.9	38,107,000	10.7	76,463,000	16.8	103,719,000	20.1
TOTAL CAPITAL CONTABLE	**160,512,000**	**63.9**	**183,107,000**	**65.1**	**206,214,000**	**58**	**273,401,000**	**60.1**	**326,290,000**	**63.3**
TOTAL PASIVO Y CAP CONTABLE	**251,126,000**	**100**	**281,183,000**	**100**	**355,469,000**	**100**	**454,931,000**	**100**	**515,203,000**	**100**
Capital de trabajo	14,728,000	5.9	16,456,000	5.9	-3,301,000	-0.9	-3,223,000	-0.7	-750,000	-0.1
Capital tangible-Actual	171,641,000	68.3	195,435,000	69.5	221,228,000	62.2	292,253,000	64.2	349,652,000	67.9

ANEXO 2
ESTADO DE RESULTADOS
CORPORACIÓN FAVORITA C.A

Fecha de estado financiero	**31/12/2003**		**31/12/2004**		**31/12/2005**		**31/12/2006**		**31/12/2007**	
No. meses ejercicio	12		12		12		12		12	
Tipo de estado financiero	Anual		Anual		Anual		Anual		Anual	
Moneda original: USD Estados Unidos Dólar										
Ventas netas	526,453,000	100	580,205,000	100	680,854,000	100	758,883,000	100	872,044,000	100
Costo de venta	416,410,000	79.1	459,523,000	79.2	538,601,000	79.1	595,595,000	78.5	678,357,000	78
UTILIDAD(PERDIDA) BRUTA	89,296,000	17.7	97,794,000	17.5	142,253,000	20.9	163,288,000	21.5	193,687,000	22
Gastos administrativos y generales	58,970,000	11.2	65,151,000	11.2	73,683,000	11.3	83,213,000	11.3	93,434,000	11
Depreciación admin y gral	6,917,000	1.4	7,732,000	1.4	11,848,000	1.8	14,596,000	2	16,154,000	1.9
Participación empleados	6,873,000	1.4	8,030,000	1.4	8,903,000	1.4	9,861,000	1.3	12,656,000	1.5
TOTAL GASTOS DE OPERACION	72,760,000	14.4	80,913,000	14.5	94,434,000	14.4	107,670,000	14.6	122,244,000	14
UT(PER) DE OPERACION	37,283,000	7.4	39,769,000	7.1	47,819,000	7.3	55,618,000	7.5	71,443,000	8.4
Gastos financieros (-)	1,154,000	0.2	664,000	0.1	1,680,000	0.3	4,139,000	0.6	3,617,000	0.4
(+/-) Ingresos (egresos) financieros	835,000	0.2	1,150,000	0.2	1,052,000	0.2	1,334,000	0.2	1,247,000	0.1
Total ing(gto) x interés	-319,000	-0.1	486,000	0.1	-628,000	-0.1	-2,805,000	-0.4	-2,370,000	-0.3
Otros ingresos no operacionales	1,983,000	0.4	5,249,000	0.9	3,258,000	0.5	18,080,000	2.4	17,067,000	2
Otros gastos no operacionales (-)	-	-	-	-	-	-	1,022,000	0.1	1,011,000	0.1
TOTAL OTROS INGRESOS(GTOS)	1,664,000	0.3	5,735,000	1	2,630,000	0.4	14,253,000	1.9	13,686,000	1.6
UT(PER) ANTES IMPUESTOS	38,947,000	7.7	45,504,000	8.2	50,449,000	7.7	69,871,000	9.2	85,129,000	9.8
Provisión de impuestos	5,982,000	1.2	6,662,000	1.2	9,375,000	1.4	9,960,000	1.3	12,008,000	1.4
UT(PER) ANTES EXTRAORDINARIOS	32,965,000	6.5	38,842,000	7	41,074,000	6.3	59,911,000	7.9	73,121,000	8.4
Gasto después de impuestos (-) (Bono Funcio..	2,291,000	0.5	2,676,000	0.5	2,967,000	0.5	3,287,000	0.4	3,164,000	0.4
UTILIDAD(PERDIDA) NETA	30,674,000	6.1	36,166,000	6.5	38,107,000	5.8	56,624,000	7.5	69,957,000	8
Ut antes impto e int	40,101,000	7.9	46,168,000	8.3	52,129,000	8	74,010,000	9.8	88,746,000	10
Ut antes impto,int,depr y amort	49,078,000	9.7	55,924,000	10	63,977,000	9.8	88,606,000	11.7	104,900,000	12
Ut antes int,depr y amort	43,096,000	8.5	49,262,000	8.8	54,602,000	8.4	78,646,000	10.4	92,892,000	11
Dividendos comunes	-11,500,000		-13,500,000		-		-		-	
Retiros	-		-		-		-		-	

ANEXO 3

RAZONES FINANCIERAS

RATIO	APLICACIÓN	FÓRMULA
R A Z O N E S D E A P A L A N C A M I E N T O		
Razón de Endeudamiento (RE)	Indica el grado de endeudamiento de una empresa, en relación a la respuesta de sus Activos.	RE = (Pasivo Circulante + Pasivo a Largo Plazo) / Total Activos
Cobertura de Gastos Financieros (CGF)	Mide la relación entre la Utilidad obtenida sin descontar los intereses e impuestos y los gastos financieros incurridos del mismo periodo.	CGF = (U.A.I.I.) / Gastos Financieros
Cobertura de Efectivo (CEf)	Razón que calcula la relación entre la Utilidad obtenida sin descontar los intereses e impuestos pero descontando la depreciación, y los gastos financieros del mismo periodo.	CEf = ((U.A.I.I.) - Depreciación) / Gastos Financieros
R A Z O N E S D E O P E R A C I Ó N		
RATIO	**APLICACIÓN**	**FÓRMULA**
Rotación de Inventarios (RI)	Razón que nos dice la rapidez con la que se rota el inventario al convertirse en efectivo o cuentas por cobrar a través de las ventas durante el año.	RI = Costo de ventas / Inventarios
Días de rotación de inventarios (DRI)	Es otra forma de medir la eficiencia en el empleo de los inventarios, sólo que ahora el resultado se expresa no como número de veces, sino a través del número de días de rotación.	DRI = 365 / Rotación inventarios
Rotación de Cuentas por Cobrar (RCxC)	Mide la liquidez de las cuentas por cobrar por medio de su rotación.	RCxC = Ventas al crédito / Cuentas por Cobrar
Días de Venta en Rotación de Cuentas por Cobrar (DRCxC)	Este ratio determina los días en promedio en que fueron cobradas las ventas realizadas a crédito.	DRCxC = 365 días / Rotación Ctas.por Cobrar
Rotación de Cuentas por Pagar (RCxP)	Sirve para calcular el número de veces que las cuentas por pagar se convierten en efectivo en el curso del año.	Costo mercadería vendida / Cuenta por Pagar = RCxP = CMV / CxP
Días de Rotación Cuentas por Pagar (DRCxP)	Este ratio nos indica cada cuantos días estamos cancelando nuestras obligaciones de corto plazo.	DRCxP = 365 días / Rotación Ctas. por Pagar
Rotación Total de Activos (RTA)	Es un indicador patrimonial que muestra el grado de efectividad en la gestión de los bienes del Activo de la empresa.	RTA = Ventas / Total Activos
Rotación Activos Fijos (ROAf)	El mismo nos indica que mientras mayor sea el valor del mismo, mejor será la productividad del Activo Fijo Neto, es decir que el dinero invertido en este tipo de Activo rota un número mayor de veces, lo cual se traduce en una mayor rentabilidad del negocio.	ROAf = Ventas / Activos Fijos
R A Z O N E S D E L I Q U I D E Z		
RATIO	**APLICACIÓN**	**FÓRMULA**
Razón Corriente (RC)	Indica el grado (número de veces) por el cual los derechos de los acreedores, a corto plazo, se encuentran cubiertos por los activos que se convierten en efectivo (Activos Circulantes) en un período, más o menos, igual al vencimiento de las obligaciones.	RC = Activo Corriente / Pasivo Corriente
Razón Ácida (RA)	La Razón Ácida mide la capacidad más inmediata que posee una empresa para enfrentar sus compromisos a corto plazo. Se diferencia de la razón corriente, porque elimina las partidas menos líquidas.	RA = (Activo Circulante - Inventario) / Pasivo Circulante
R A Z O N E S D E R E N T A B I L I D A D		
RATIO	**APLICACIÓN**	**FÓRMULA**
Margen de Utilidad Neta (MU)	Este margen determina el porcentaje restante sobre cada dólar o unidad monetaria de ventas después de deducir todos los gastos entre ellos los impuestos.	MU = Utilidad Neta / Ventas
Rendimiento sobre los Activos (ROA)	Esta razón nos indica la rentabilidad que se obtiene por cada dólar invertido en los activos.	ROA = Utilidad Neta / Total de activos
Rendimiento sobre el Capital (ROE)	Esta razón nos indica la rentabilidad que se obtiene por cada dólar de capital aportado o invertido por los propietarios	ROE = Utilidad Neta / Capital
Utilidad por Acción (UPA)	Este ratio nos detalla los dólares generados como utilidad por cada una las acciones de la empresa.	UPA = Utilidad Neta / Acciones en circulación o número de acciones

Elaborado por: los autores

ANEXO 4
TABLA DE AMORTIZACIÓN DE LA DEUDA
AL 36.67% DE ENDEUDAMIENTO

Pasivo/Activo	36.67%
Activo	$ 515,203.00
Pasivo	$ 188,913.00
Patrimonio	$ 326,290.00
% Prestamos / Pasivo Total	7.8242%
Deuda bancaria	$ 14,781.00
Costo de deuda(Kd)	6.11%

En miles de dólares

	Períodos	1	2	3	4	5
Años	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Deuda bancaria que genera intereses	$ 14,781.00	$ 14,781.00	$ 11,824.80	$ 8,868.60	$ 5,912.40	$ 2,956.20
Importe del principal a amortizar		$ 11,824.80	$ 8,868.60	$ 5,912.40	$ 2,956.20	$ (0.00)
Promedio	$ 14,781.00	$ 13,302.90	$ 10,346.70	$ 7,390.50	$ 4,434.30	$ 1,478.10
Gastos Financieros		$ 812.34	$ 631.82	$ 451.30	$ 270.78	$ 90.26
Pago de amortización		$ 2,956.20	$ 2,956.20	$ 2,956.20	$ 2,956.20	$ 2,956.20

Elaborado por: los autores

ANEXO 5
PROYECCIÓN DE FLUJO DE EFECTIVO
AL 36.67% DE NIVEL DE ENDEUDAMIENTO

VARIABLES PRINCIPALES Y AGREGADOS

(En miles de dólares)

Pasivo/Activo	**36.67%**
Activo	*$ 515,203.00*
Pasivo	*$ 188,912.58*
Patrimonio	*$ 326,290.42*
% Prestamos / Pasivo Total	*7.82%*
Deuda bancaria	*$ 14,780.97*
Costo de deuda(Kd)	*7.44%*

Supuestos

Crecimiento de ventas	*13.48%*
Costo de venta (% sobre venta)	*78.74%*
Gastos administrativos (% sobre ventas)	*10.99%*
Ingresos financieros (% sobre ventas)	*0.17%*
Otros ingresos no operacionales (% sobre ventas)	*1.22%*
Otros egresos no operacionales (% sobre ventas)	*0.13%*
Gastos bonos funcionarios	*0.43%*
Participación a trabajadores	*15.00%*
Impuesto a la renta	*25.00%*

PERIODOS		**1**	**2**	**3**	**4**	**5**
(En miles de dólares)	**2007**	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
Deuda bancaria que genera intereses	$ 14,780.97	$ 14,780.97	$ 11,824.77	$ 8,868.58	$ 5,912.39	$ 2,956.19
Importe del principal a amortizar		$ 11,824.77	$ 8,868.58	$ 5,912.39	$ 2,956.19	$ 0.00
Promedio	$ 14,780.97	$ 13,302.87	$ 10,346.68	$ 7,390.48	$ 4,434.29	$ 1,478.10
	(en miles)	(en miles)	(en miles)	(en miles)	(en miles)	(en miles)
Ventas	$ 872,044.00	$ 989,595.53	$ 1,122,993.01	$ 1,274,372.47	$ 1,446,157.87	$ 1,641,099.96
Costo de venta		$ 779,207.52	$ 884,244.70	$ 1,003,440.88	$ 1,138,704.71	$ 1,292,202.11
Margen bruto		**$ 210,388.01**	**$ 238,748.31**	**$ 270,931.59**	**$ 307,453.16**	**$ 348,897.85**
Gastos administrativos		$ 108,756.55	$ 123,416.93	$ 140,053.53	$ 158,932.75	$ 180,356.89
Depreciación		$ 23,815.40	$ 23,815.40	$ 23,815.40	$ 23,815.40	$ 23,815.40
Margen operativo		**$ 77,816.06**	**$ 91,515.98**	**$ 107,062.65**	**$ 124,705.01**	**$ 144,725.57**
Ingresos financieros (como % de las ventas)		$ 1,682.31	$ 1,909.09	$ 2,166.43	$ 2,458.47	$ 2,789.87
Utilidad antes de intereses e impuestos		**$ 79,498.37**	**$ 93,425.07**	**$ 109,229.09**	**$ 127,163.48**	**$ 147,515.44**
Gastos Financieros		$ 989.73	$ 769.79	$ 549.85	$ 329.91	$ 109.97
Otros ingresos no operacionales (% sobre ventas)		$ 12,073.07	$ 13,700.51	$ 15,547.34	$ 17,643.13	$ 20,021.42
Otros egresos no operacionales (% sobre ventas)		$ 1,286.47	$ 1,459.89	$ 1,656.68	$ 1,880.01	$ 2,133.43
Gastos funcionarios bonos		$ 4,255.26	$ 4,828.87	$ 5,479.80	$ 6,218.48	$ 7,056.73
Utilidad antes de impuestos		**$ 85,039.97**	**$ 100,067.03**	**$ 117,090.09**	**$ 136,378.21**	**$ 158,236.72**
Participación a trabajadores		$ 12,756.00	$ 15,010.05	$ 17,563.51	$ 20,456.73	$ 23,735.51
Impuesto a la renta		$ 18,070.99	$ 21,264.24	$ 24,881.64	$ 28,980.37	$ 33,625.30
Utilidad neta		**$ 66,968.98**	**$ 78,802.79**	**$ 92,208.45**	**$ 107,397.84**	**$ 124,611.42**
Depreciación		$ 23,815.40	$ 23,815.40	$ 23,815.40	$ 23,815.40	$ 23,815.40
Pago de amortización		$ 2,956.19	$ 2,956.19	$ 2,956.19	$ 2,956.19	$ 2,956.19
Flujo anual		**$ 87,828.18**	**$ 99,661.99**	**$ 113,067.65**	**$ 128,257.05**	**$ 145,470.63**

Elaborado por: los autores

ANEXO 6
ESCENARIOS DE ENDEUDAMIENTO Y FLUJOS DE EFECTIVO

(En miles de dólares)

ESCENARIOS DE ENDEUDAMIENTO											
D/A	**0%**	**10%**	**20%**	**30%**	**36.67%**	**40%**	**50%**	**60%**	**70%**	**80%**	**90%**
Rf Ecuador	11.02%	11.02%	11.02%	11.02%	11.02%	11.02%	11.02%	11.02%	11.02%	11.02%	11.02%
Rf E.E.U.U.	3.79%	3.79%	3.79%	3.79%	3.79%	3.79%	3.79%	3.79%	3.79%	3.79%	3.79%
R.P Ecuador	7.23%	7.23%	7.23%	7.23%	7.23%	7.23%	7.23%	7.23%	7.23%	7.23%	7.23%
Rm-Rf	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%	9%
B_A Industria	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
% T	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
G % Deuda	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
G % Empresa (Vtas)	13.48%	13.48%	13.48%	13.48%	13.48%	13.48%	13.48%	13.48%	13.48%	13.48%	13.48%
ACTIVOS	$ 515,203.00	$ 515,203.00	$ 515,203.00	$ 515,203.00	$ 515,203.00	$ 515,203.00	$ 515,203.00	$ 515,203.00	$ 515,203.00	$ 515,203.00	$ 515,203.00
Ke	17.77%	18.33%	19.04%	19.94%	20.70%	21.15%	22.83%	25.36%	29.58%	38.02%	63.33%
Kd	0.00%	6.11%	6.61%	7.11%	7.44%	7.61%	8.11%	8.61%	9.11%	9.61%	10.11%
B_L	0.7500	0.8125	0.8906	0.9911	1.0757	1.1250	1.3125	1.5938	2.0625	3.0000	5.8125
DEUDA	$ 0.00	$ 51,520.30	$ 103,040.60	$ 154,560.90	$ 188,913.00	$ 206,081.20	$ 257,601.50	$ 309,121.80	$ 360,642.10	$ 412,162.40	$ 463,682.70
PATRIMONIO	$ 515,203.00	$ 463,682.70	$ 412,162.40	$ 360,642.10	$ 326,290.00	$ 309,121.80	$ 257,601.50	$ 206,081.20	$ 154,560.90	$ 103,040.60	$ 51,520.30
WACC	17.77%	16.96%	16.22%	15.56%	15.16%	14.97%	14.46%	14.02%	13.66%	13.37%	13.16%
Préstamos $	$ 14,781.00										

Elaborado por: los autores

(En miles de dólares)

FLUJO DE EFECTIVO						
	D/A	**2008**	**2009**	**2010**	**2011**	**2012**
FLUJO NETO	**0%**	$ 78,659.34	$ 88,098.88	$ 98,810.86	$ 110,966.83	$ 124,761.42
FLUJO NETO	**10%**	$ 90,583.11	$ 102,282.49	$ 115,553.72	$ 130,608.68	$ 147,687.82
FLUJO NETO	**20%**	$ 89,573.87	$ 101,318.36	$ 114,634.71	$ 129,734.79	$ 146,859.05
FLUJO NETO	**30%**	$ 88,536.05	$ 100,332.01	$ 113,699.82	$ 128,851.37	$ 146,027.10
FLUJO NETO	**36.67%**	$ 87,828.18	$ 99,661.99	$ 113,067.65	$ 128,257.05	$ 145,470.63
FLUJO NETO	**40%**	$ 87,469.26	$ 99,323.13	$ 112,748.85	$ 127,958.30	$ 145,191.94
FLUJO NETO	**50%**	$ 86,374.20	$ 98,292.26	$ 111,782.16	$ 127,055.80	$ 144,353.63
FLUJO NETO	**60%**	$ 85,250.57	$ 97,239.16	$ 110,799.61	$ 126,143.78	$ 143,512.15
FLUJO NETO	**70%**	$ 84,098.37	$ 96,163.85	$ 109,801.18	$ 125,222.24	$ 142,667.49
FLUJO NETO	**80%**	$ 82,917.60	$ 95,066.32	$ 108,786.88	$ 124,291.18	$ 141,819.66
FLUJO NETO	**90%**	$ 81,708.26	$ 93,946.56	$ 107,756.71	$ 123,350.59	$ 140,968.65

Elaborado por: los autores

ANEXO 7

INDUSTRIAS DE CORPORACION FAVORITA C.A. [41]

CORPORACIÓN FAVORITA C.A. ha desarrollado ciertas líneas además del negocio de supermercados, tales como ENERMAX, AGROPESA, POFASA, y MAXIPAN.

ENERMAX es el nombre comercial de la Central Hidroeléctrica CALOPE, que tiene 16,6 MW de potencia instalada y desde diciembre del 2006 provee a los Supermercados y sus empresas filiales de energía eléctrica limpia, eficiente y económica. Se trata de una central totalmente automatizada, que opera con tecnología de punta.

Debido a que el consumo de nuestra cadena es de 60 GWH/año, el abastecimiento de energía, a través de la central hace que el consumo de la compañía sea 100% libre de emisiones de carbono. Por otra parte, la demanda de energía de la empresa deja de ser una carga para el Estado. Los 30 GWH/año de excedente es una reserva para el crecimiento de consumo.

El abastecimiento de energía mediante la central hidroeléctrica ENERMAX significa para Corporación Favorita C.A. un ahorro del 19% aproximadamente en gastos, comparado con la tarifa que pagaba como cliente regulado. Además, es una

41 www.supermaxi.com

útil medida preventiva para que la empresa no se vea afectada por los eventuales incrementos de tarifas.

AGROPESA es la planta industrial de faenamiento más moderna del país. Proveen de carne de res y porcina a toda la cadena de supermercados, con los más altos estándares de calidad. Cuentan con una planta biológica para el tratamiento de aguas residuales.

Las más recientes adquisiciones incluyen una línea automatizada de faenamiento importada desde Brasil, primer exportador mundial de carne bovina. También instalaron modernas cámaras de refrigeración con la mejor tecnología de origen italiano.

AGROPESA produce harina de sangre, harina de carne, sebo, juguetes para mascotas y abono orgánico, todos ellos, desarrollados con materia prima de gran calidad.

POFASA es una de los principales proveedores de carne de pollo. Cuenta con una moderna planta de faenamiento que procesa 3.000 pollos por hora con tecnología de punta.

Las granjas de POFASA están equipadas con tecnología que toma en cuenta las condiciones específicas del medio, lo que permite incrementar la productividad y optimizar el uso de recursos. Sus galpones están equipados con sistemas de comederos, bebederos y calefacción, todos automáticos y con tecnología óptima para la crianza de aves.

MAXIPAN es una industria especializada en la elaboración de panadería, pastelería y galletería de alta calidad. Desde hace más de 25 años surte a todos los locales de Supermaxi y Megamaxi.

La constante actualización tecnológica ha permitido que MAXIPAN cuente en la actualidad, con procesos específicos para la panadería horneada, panadería ultra congelada, panadería pre-cocida, pastelería horneada, pastelería salada congelada, galletería horneada y galletería congelada.