

ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL

Facultad de Ciencias Sociales y Humanísticas



**“ALTERNATIVA DE FINANCIAMIENTO PARA UNA EMPRESA
ECUATORIANA EN EL MERCADO DE CAPITALES DEL
ECUADOR”**

TRABAJO DE TITULACIÓN

Previa la obtención del título de:

MAGISTER EN FINANZAS

Presentado por:

**JOHANNA VANESSA SÁNCHEZ VILLÓN
NATALIA EDITH MORA MORÁN**

**Guayaquil - Ecuador
2016**

AGRADECIMIENTO

Gracias a Dios por permitirnos cumplir con nuestras metas trazadas, sobre todo por darnos el apoyo condicional de nuestros familiares que son pilares importantes en nuestro proceso de desarrollo personal y profesional.

A nuestro director de Tesis, quien con su orientación, nos guio para culminar nuestro proceso de titulación y a todos los docentes que dedicaron su tiempo para transmitirnos conocimiento para nuestra formación.

A nuestros amigos que nos motivan constantemente para que se cumplan nuestros propósitos.

JOHANNA VANESSA SÁNCHEZ VILLÓN
NATALIA EDITH MORA MORÁN

DEDICATORIAS

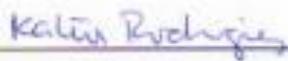
Dedico este proyecto a Dios, mis abuelos y padres, porque son la razón por la que he alcanzado todo lo planteado durante mi etapa de formación personal. Todo con el amor incondicional que Dios tiene con nosotros.

JOHANNA VANESSA SÁNCHEZ VILLÓN

Dedico y agradezco constantemente a Dios por cada uno de los pasos realizados para la culminación de esta maestría y también dedico este proyecto a mis padres por su ejemplo, apoyo, amor y dedicación brindada.

NATALIA EDITH MORA MORÁN

TRIBUNAL DE GRADUACIÓN



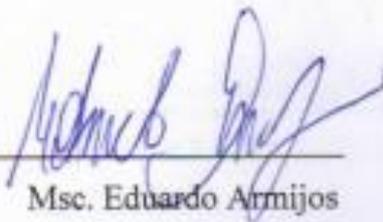
PhD. Katia Rodríguez

Presidente del tribunal del Proyecto de Titulación



Msc. Pablo Soriano

Director del Proyecto



Msc. Eduardo Armijos

Revisor 1



Msc. José de la Gasca

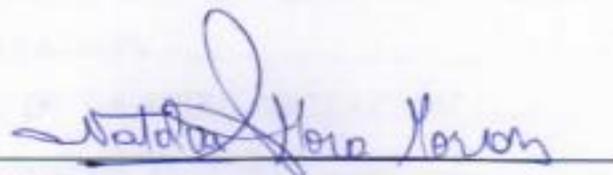
Revisor 2

DECLARACIÓN EXPRESA

“La responsabilidad del contenido de este Trabajo de Titulación, corresponde exclusivamente a las autoras, y al patrimonio intelectual de la misma **ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL**”



JOHANNA VANESSA SÁNCHEZ VILLÓN



NATALIA EDITH MORA MORÁN

INDICE GENERAL

AGRADECIMIENTO	ii
DEDICATORIAS	iii
TRIBUNAL DE GRADUACIÓN	iv
DECLARACIÓN EXPRESA	v
INDICE GENERAL.....	vi
RESUMEN.....	viii
LISTA DE ILUSTRACIONES.....	ix
LISTA DE TABLAS	x
LISTA DE ABREVIATURAS Y SIGLAS	xi
INTRODUCCIÓN	1
CAPITULO 1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA.....	2
1.1 ANTECEDENTES	2
1.2 PRESENTACIÓN DEL PROBLEMA	4
1.3 JUSTIFICACIÓN.....	6
1.4 OBJETIVOS.....	7
1.5.1. OBJETIVO GENERAL.....	7
1.5.2. OBJETIVOS ESPECÍFICOS.....	7
1.5 METODOLOGÍA	7
CAPITULO 2. MARCO LEGAL	9
2.1. LEY DE MERCADO DE VALORES	9
2.1.1. Segmento del Mercado de Valores	11
2.2. LA TITULARIZACIÓN	12
2.2.1. PROCESO DE LA TITULARIZACIÓN	13
2.2.2. PATRIMONIO AUTÓNOMO	14
2.2.3. BIENES SUSCEPTIBLES DE TITULARIZAR.....	15
2.2.4. TIPOS DE TITULARIZACIONES EN ECUADOR	16
2.2.5. PROSPECTO DE LA TITULARIZACIÓN	18
2.2.6. PLAN DE PAGOS DE TITULARIZACIÓN	19
2.3. EMISIÓN DE OBLIGACIONES	19
2.3.1. PROCESO DE LA EMISION DE OBLIGACIONES	20

2.3.2.	GARANTIAS DEL EMISOR.....	22
2.4.	PROSPECTO DE OFERTA PÚBLICA	24
2.5.	TIPOS DE CREDITOS BANCARIOS	25
2.5.1.	PLAN DE PAGOS DEL FINANCIAMIENTO BANCARIO	27
CAPITULO 3. SITUACIÓN DEL EMISOR.....		29
3.1	INFORMACIÓN GENERAL DEL EMISOR:	29
3.2	CAPACIDAD DE PRODUCCIÓN	30
3.3	POSICIONAMIENTO DE LA COMPAÑÍA	31
3.3.1	COMPETENCIA Y PARTICIPACIÓN DE MERCADO	37
3.3.2	HISTORICO DE VENTAS	40
3.3.3	PROYECCION DE VENTAS	42
3.4	INFORMACIÓN FINANCIERA.....	43
3.5	ESTADO DE RESULTADOS	45
3.5.1	ANÁLISIS HORIZONTAL.....	46
3.5.2	ANÁLISIS VERTICAL.....	49
3.6	INDICADORES FINANCIEROS	51
3.7	CALCULO DEL COSTO DE CAPITAL PROMEDIO PONDERADO ...	55
3.7.1	COSTO DE CAPITAL PROMEDIO PONDERADO.- TITULARIZACIÓN / EMISIÓN DE OBLIGACIONES	56
3.7.2.	COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL- PRESTAMO BANCARIO.....	59
3.8	CAPITAL DE TRABAJO.....	60
3.9	FLUJO DE EFECTIVO SIN INVERSION	61
3.10	FLUJO DE EFECTIVO CON FINANCIAMIENTO	61
3.11	FLUJO DE EFECTIVO INCREMENTAL.....	62
3.12	COSTO DE OPORTUNIDAD.....	62
3.13	ANÁLISIS DE VENTAJAS Y DESVENTAJAS.....	63
CAPITULO 4. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....		65
4.1.	CONCLUSIONES.....	65
4.2.	RECOMENDACIONES	66
REFERENCIAS.....		67
ANEXOS		69

RESUMEN

El presente trabajo tiene como objetivo analizar cuál es la alternativa de financiamiento más óptima para una empresa en el Ecuador, tomando como análisis un financiamiento mediante: Titularización, Emisión de Obligaciones o Financiamiento Bancario. Para ello se deja plasmado una síntesis del proceso necesario de cada una de las alternativas mencionadas y a su vez mostrar la afectación que cada una de ellas deja financieramente a la compañía analizada. De esta manera el lector podrá optar por ingresar al mercado de valores como alternativa para financiamiento de la compañía. Para ello se analiza la información histórica de los tres últimos años, para conocer sus indicadores financieros y se evaluará la evolución de la misma del tiempo estudiado, posterior se calculará el Costo de Capital Promedio Ponderado (CCPP), el cual será necesario para calcular el Valor Actual Neto (VAN) de los flujos de caja libre y obtener la Tasa Interna de Retorno en los tres escenarios analizados, dando como resultado para este análisis a la Titularización como mejor mecanismo de financiamiento.

LISTA DE ILUSTRACIONES

Ilustración 2.1 Proceso de Titularización.....	13
Ilustración 2.2 Proceso de Emisión de Obligaciones.....	21
Ilustración 2.3 Activos Libres de Gravamen.....	24
Ilustración 3.1 Cinta de embalaje.....	32
Ilustración 3.2 Rollos de Streth Film.....	33
Ilustración 3.3 Selladora de caja.....	33
Ilustración 3.4 Envolvedora de pallets.....	34
Ilustración 3.5 Carretilla.....	34
Ilustración 3.6 Elevadores hidráulicos.....	35
Ilustración 3.7 Elevador Eléctrico.....	35
Ilustración 3.8 Montacarga.....	36
Ilustración 3.9 Túnel para Termo Encogido.....	36
Ilustración 3.10 Mail Bag.....	37
Ilustración 3.11 Porcentaje de Participación en el Mercado.....	37
Ilustración 3.12 Histórico de Ventas - Período 2011 - 2015.....	40
Ilustración 3.13 Antigüedad de la Cartera (Porcentaje).....	41
Ilustración 3.14 Proyección de Ventas - Período 2016 - 2020.....	42
Ilustración 3.15 Estado de Situación financiera - Periodo 2013 - 2015.....	44
Ilustración 3.16 Composición de Activo - Periodo 2013 - 2015.....	44
Ilustración 3.17 Composición del Pasivo - Periodo 2013 - 2015.....	45
Ilustración 3.18 Capital de trabajo.....	60

LISTA DE TABLAS

Tabla 1.1 Total de Empresas Ecuatorianas Según su actividad económica.....	2
Tabla 1.2 Número de Empresas Ecuatorianas que participan en el Mercado de Valores	3
Tabla 2.1 Cronología de la Constitución de las más importantes Bolsas de Valores del Mundo	9
Tabla 2.2 Amortización del Plan de pagos de Títulos	19
Tabla 2.3 Amortización Préstamo Bancario	27
Tabla 3.1 Amortización de maquinaria.....	31
Tabla 3.2 Estimación de Ventas Mensuales en Kilogramos	38
Tabla 3.3 Ventajas y Desventajas de los principales Competidores.....	39
Tabla 3.4 Indicadores financieros de Liquidez – Período 2013- 2015	51
Tabla 3.5 Indicadores Financieros de Eficiencia- Período 2013 – 2015.....	52
Tabla 3.6 Indicadores Financieros de Endeudamiento - Período 2013 – 2015.....	53
Tabla 3.7 Indicadores financieros de Rentabilidad - Período 2013-2015.....	54
Tabla 3.8 Tasa Fiscal para Ecuador - año 2016	56
Tabla 3.9 Datos para calcular el WACC.....	57
Tabla 3.10 WACC Emisión de Obligaciones y Titularización	58
Tabla 3.11 Datos para el Cálculo del WACC - Préstamo Bancario.....	59
Tabla 3.12 WACC Préstamo Bancario	59
Tabla 3.13 Resultados de la TIR	62
Tabla 3.14 Ventajas y Desventajas de cada Proceso.....	63

LISTA DE ABREVIATURAS Y SIGLAS

CXC	Cuentas por cobrar
CXP	Cuentas por pagar
TIR	Tasa interna de retorno
VAN	Valor actual neto
REB	Registro especial bursátil
ROI	Retorno sobre la inversión
ROE	Retorno sobre el patrimonio
WACC	Costo de capital promedio ponderado
CCPP	Costo de capital promedio ponderado
EMBI	Emerging markets bonds index o indicador de bonos de mercados emergentes

INTRODUCCIÓN

La presente investigación trata de demostrar como una empresa ecuatoriana puede obtener financiamiento mediante titularización, emisión de obligaciones o financiamiento bancario, debido a la necesidad de obtener recursos que ayuden al giro del negocio y que a su vez estos no representen costos altos a la compañía.

Para el análisis del Financiamiento mediante institución bancaria se tomará como representación la obligación con una Institución Bancaria del país, en la cual la compañía mantiene sus cuentas corrientes, tomando en consideración las tasas actuales en el mercado financiero ya sean estas a corto o largo plazo.

La titularización convierte los flujos de fondos futuros en títulos negociables hoy, para ello se analizará la titularización de flujos futuros, tomando en consideración el cumplimiento de las normas enunciadas en la Ley de Mercado de Valores vigente en el Ecuador.

La emisión de obligaciones busca emitir valores representativos de deuda amparados en garantías generales y una garantía específica, cuyo objetivo es captar recursos y otorgar una tasa de interés representativa al inversionista, tomando en consideración la garantía de la obligación que toda emisión debe amparar, la cual será liberada por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros una vez sea cancelada la totalidad a los inversionistas.

De esta manera analizando cada una de las alternativas se evaluará la rentabilidad en cada uno de los escenarios planteados, para poder determinar cuál de las tres es la mejor fuente de financiamiento en el mercado para esta compañía.

CAPITULO 1. PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

1.1 ANTECEDENTES

Con la Ley Orgánica para el Fortalecimiento y Optimización del Sector Societario y Bursátil que la Asamblea Nacional aprobó el 20 de mayo de 2014, se realizaron modificaciones en el Mercado de Valores que las compañías ecuatorianas pueden aprovechar para sus financiamientos, hasta abril del 2015 se puede observar en la tabla 1.2, que en Ecuador solo un porcentaje pequeño de empresas recurre al mercado de valores de un total de 70.000 aprox. compañías activas en el Ecuador:

Tabla 1.1 Total de Empresas Ecuatorianas Según su actividad económica

ACTIVIDAD	NRO.COMPAÑÍAS
ACTIVIDADES DE ALOJAMIENTO Y DE SERVICIO DE COMIDAS.	1.504
ACTIVIDADES DE ATENCIÓN DE LA SALUD HUMANA Y DE ASISTENCIA SOCIAL.	945
ACTIVIDADES DE LOS HOGARES COMO EMPLEADORES; ACTIVIDADES NO DIFERENCIADAS DE LOS HOGARES COMO PRODUCTORES DE BIENES Y SERVICIOS PARA USO PROPIO.	4
ACTIVIDADES DE ORGANIZACIONES Y ÓRGANOS EXTRATERRITORIALES.	1
ACTIVIDADES DE SERVICIOS ADMINISTRATIVOS Y DE APOYO.	4.695
ACTIVIDADES FINANCIERAS Y DE SEGUROS.	1.596
ACTIVIDADES INMOBILIARIAS.	6.452
ACTIVIDADES PROFESIONALES, CIENTÍFICAS Y TÉCNICAS.	8.211
ADMINISTRACIÓN PÚBLICA Y DEFENSA; PLANES DE SEGURIDAD SOCIAL DE AFILIACIÓN OBLIGATORIA.	18
AGRICULTURA, GANADERÍA, SILVICULTURA Y PESCA.	4.658
ARTES, ENTRETENIMIENTO Y RECREACIÓN.	307
COMERCIO AL POR MAYOR Y AL POR MENOR; REPARACIÓN DE VEHÍCULOS AUTOMOTORES Y MOTOCICLETAS.	16.306
CONSTRUCCIÓN.	6.581
DEPURAR	9
DISTRIBUCIÓN DE AGUA; ALCANTARILLADO, GESTIÓN DE DESECHOS Y ACTIVIDADES DE SANEAMIENTO.	352
ENSEÑANZA.	899
EXPLOTACIÓN DE MINAS Y CANTERAS.	848
INDUSTRIAS MANUFACTURERAS.	5.605
INFORMACIÓN Y COMUNICACIÓN.	2.987
OTRAS ACTIVIDADES DE SERVICIOS.	405
SUMINISTRO DE ELECTRICIDAD, GAS, VAPOR Y AIRE ACONDICIONADO.	387

TRANSPORTE Y ALMACENAMIENTO.	9.048
TOTAL DE COMPAÑÍAS	71.818

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros - Intendencia Nacional de Planificación, Tecnología y Desarrollo

Elaboración: Las Autoras

Tabla 1.2 Número de Empresas Ecuatorianas que participan en el Mercado de Valores

Resumen Emisores Total por Tipo	Total
Compañías	308
Instituciones Públicas	5
Organismos Internacionales	0
Fideicomisos de Titularización	100
Fondo Colectivo	1
Total por Tipo	414

Resumen Emisores Total por Sistema	Total
Financiero	62
No Financiero	352
Total por Sistema	414

Resumen Emisores Total por Localidad	Total
Quito	182
Guayaquil	232
Total por Localidad	414

Fuente: Boletín Quienes y Cuantos Somos Julio 2016, Página Web Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros

Elaboración: Las Autoras

En el presente trabajo se analiza dos de las alternativas de financiamiento disponibles en el Mercado de Valores, para lo cual se estudiará a una compañía que provee productos y servicios de embalaje, consolidada en el mercado ecuatoriano cuyo objetivo es satisfacer las necesidades de los clientes brindando, servicios de automatización de procesos en embalaje, su principal mercado durante estos 19 años de actividad ha sido parte de la costa ecuatoriana, sin embargo con la visión de crecimiento se pretende captar más clientes en la Sierra ecuatoriana. La empresa comercializa Stretch Film y cintas a través de distribuidores del país los cuales ayudan a que los productos lleguen a pequeñas empresas.

Las líneas de negocios que maneja la compañía están conformadas por dos divisiones que son: productos de embalaje y maquinaria.

- Se cuenta con una gama amplia de máquinas para la automatización de procesos como: selladoras de cajas, envolvedoras de pallets, túneles para termo encogido, mail bag ideal para automatizar sellado de fundas, carretillas, elevadores, montacargas entre otros.
- En cuanto a la línea de productos, la compañía cuenta con una variedad de Stretch Film con diferencia en las micras y pulgadas de sus rollos, el cual varía de acuerdo a las necesidades específicas de cada cliente; dentro de la distribución de cintas se cuenta con cintas industriales y comerciales con diversidad en sus yardas.

En el año 2013, se realizó la compra de una maquinaria, con la finalidad de incrementar sus niveles de ventas, disminuyendo de esta manera gastos de importación que mantenía la empresa para abastecerse en productos. Pero dicha inversión trajo consecuencias negativas en estos últimos años para la compañía.

En el año 2015, se realizaron gastos considerables en la reparación de maquinaria lo cual dejó un déficit no esperado en comparación al rendimiento en años anteriores con respecto a la utilidad neta.

Se realizará una simulación si efectivamente cabe la aplicación de un financiamiento mediante emisión de obligaciones y titularización, se compararán costos de cada uno y se los analizará por separado frente a un crédito en el sistema financiero local.

1.2 PRESENTACIÓN DEL PROBLEMA

La compañía que cuenta con 19 años de actividad en el mercado, cuyo principal objetivo es satisfacer las necesidades de los clientes a través del desarrollo

de productos de alta calidad, de la misma manera se preocupa en mantener un adecuado equilibrio entre sus operaciones, inversiones y el financiamiento de estas.

Por tal razón evalúa incursionar en el mercado de valores mediante emisiones de obligaciones o titularización para de esta forma financiarse sin incurrir con obligaciones financieras que la compañía valora que son muy costosas; debido a que las políticas de inversión de la compañía están orientadas principalmente a la compra de activos productivos, así como a la inversión en capacitación y en el desarrollo de sus productos.

Sin embargo, debido a la recesión que atraviesa el país, la cual comenzó a sentirse en el último semestre del 2015, donde muchas empresas comenzaron a recortar personal para ajustar sus balances, de acuerdo a varios comunicados, como lo indica uno de los diarios más importantes del país (El Universo, 2015). Cada vez es más complejo para las empresas acceder a financiamientos por los altos costos y los requisitos que estas requieren para otorgar préstamos a largo plazo.

Aunque la empresa no ha sentido el impacto de la recesión que se ha visto en las ventas de otras instituciones, debido a la necesidad de mejorar la calidad de los productos a comercializar, se encuentra en la búsqueda de financiamiento para adquirir una maquinaria y ahorrar gastos elevados en reparación que se han dado los últimos años.

Como ayuda para el financiamiento empresarial el gobierno ha realizado cambios profundos en la legislación ecuatoriana concretamente en el sector de mercado de valores o de capitales, con opciones de financiamiento a través de procesos de titularización, emisión de obligaciones para empresas entre otros instrumentos financieros. Que resultan atractivos para el financiamiento pero debido a la falta de conocimiento, no son vistos como alternativas de para la mayoría de empresas ecuatorianas.

Ante lo expuesto, con estos antecedentes ¿Cuál sería la rentabilidad de la compañía mediante financiamiento a través de titularización, emisión de obligaciones o préstamos bancarios?

1.3 JUSTIFICACIÓN

El propósito de realizar el presente análisis tiene como finalidad comprobar qué genera menos costos, un proceso de titularización, emisión de obligaciones o el financiamiento bancario tradicional. Para ello se analizará solo los tres últimos años desde el año 2013 hasta el año 2015, para proyectar los tres escenarios a cinco años del 2016 al 2020.

Con la finalidad de que las empresas puedan financiarse, meses atrás se aprobó una nueva Ley de mercado de valores a la cual se le agregaron funciones a la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros para una gestión más dinámica y eficiente, entre muchos factores aquellos que tienen que ver con las titularizaciones.

Implica también, investigar qué connotaciones sociales redundan al disminuir costos en las empresas. En el contexto general, se determinará y se cuantificará cuál es el monto y la tasa que se ahorraría una empresa en lo que a carga financiera se refiere.

En el contexto internacional, la experiencia en el Salvador respecto de la titularización ha tenido un éxito profundo como fuente de financiamiento utilizada por empresas públicas y privadas para el desarrollo de interesantes proyectos que han fortalecido diversos sectores, entre los que se puede mencionar: turismo, educación, micro financieros, municipalidades. (Duarte, 2013)

La dinámica de operar con la aplicación de la titularización va de la mano con eficacia del fideicomiso, en virtud de que se puede usar un fideicomiso que permita la administración del patrimonio autónomo como instrumento dinámico de inversión.

En los países desarrollados, el mercado de capitales es la conclusión lógica de cualquier empresa para conseguir fondos, también desde el punto de vista social es quien canaliza el ahorro de la sociedad, invirtiéndolo en el sector productivo, es interesante el avance dado no solo por las entidades privadas que operan en el mercado, sino también por las entidades reguladoras y gubernamentales. (Centro de Estudios para el Desarrollo Exportador, 2006)

1.4 OBJETIVOS

1.4.1 OBJETIVO GENERAL

Demostrar a través de tres alternativas de financiamiento (titularización, emisión de obligaciones o préstamo bancario), las ventajas y desventajas que cada uno de estos procesos implica.

1.4.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- Estudiar el posicionamiento de la compañía en el mercado.
- Analizar los indicadores financieros de la compañía.
- Evaluar los posibles mecanismos de financiamiento que se encuentran en el marco legal para la aplicación de la metodología para la empresa.
- Determinar cuál de las alternativas analizadas es más rentable para la compañía.

1.5 METODOLOGÍA

El tipo de investigación que desarrollará el presente análisis considerando que será de tipo descriptivo tomando en cuenta los elementos cuantitativos que intermedian en la aplicación de un proceso de titularización, en comparación con la emisión de obligaciones existente en la empresa. Para una mayor comprensión, es preciso observar el concepto de la investigación descriptiva que se refiere a continuación:

Investigación Descriptiva: Tipo de investigación que describe de modo sistemático las características de una población, situación o área de interés. Aquí los

investigadores recogen los datos sobre la base de una hipótesis o teoría, exponen y resumen la información de manera cuidadosa y luego analizan minuciosamente los resultados, a fin de extraer generalizaciones significativas que contribuyan al conocimiento. Su objetivo es llegar a conocer las situaciones, costumbres y actitudes predominantes a través de la descripción exacta de las actividades, objetos, procesos y personas. Su meta no se limita a la recolección de datos, sino a la predicción e identificación de las relaciones que existen entre dos o más variables. (Tamayo, 1999)

Las fuentes de información que se requerirán son principalmente secundarias; para comprender, es preciso diferenciarlos de los datos primarios:

Datos Primarios: son el fruto del trabajo científico del propio investigador.

Datos secundarios: Están integrados por el resultado de las investigaciones que distintos investigadores u organismos públicos o privados ponen a nuestra disposición.

Las fuentes de información secundarias provendrán de información emitida por la Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros, la Bolsa de Valores, la Ley de Mercado de Valores y otros textos relacionados.

CAPITULO 2. MARCO LEGAL

2.1. LEY DE MERCADO DE VALORES

Antes de conocer la Ley de Mercados de valores se debe recordar ¿Que es el Mercado de Valores? Como lo indican algunos autores, el mercado de valores comprende un segmento del área financiera por medio del cual se pueden obtener recursos de financiamiento, a través del intercambio de acciones, títulos de deuda a corto o largo plazo.

Pero de donde tuvieron origen este tipo de transacciones, según la Enciclopedia financiera, en Francia del siglo 12 las personas que se dedicaban a la gestión y regulación de las deudas agrícolas se los denominaban como los primeros corredores. A finales del siglo 13 los comerciantes de materias primas de Brujas se reunían en la casa de Van der Beurze, quien tenía el edificio en Amberes quedando como el lugar principal para el comercio. Fue de esta manera como se extendió la idea en otros países y ya para mediados del siglo 13 los banqueros de Venecia comenzaron el comercio de valores gubernamentales. Años más tarde en 1602, la holandesa East India Company emitió las primeras acciones en la Bolsa de Ámsterdam. (Enciclopedia Financiera, 2016)

Resulta oportuno acentuar el año en el cual fue constituido legalmente la bolsa de Valores de cada País, que marca precedente de este tipo de negociaciones a nivel Mundial.

Tabla 2.1 Cronología de la Constitución de las más importantes Bolsas de Valores del Mundo

Año	Países
1460	Creo Bolsa de Amberes
1570	Creo la Bolsa de Londres
1595	Creo a Bolsa de Lyon y Francia
1792	Creo la Bolsa de New York

Fuente: Enciclopedia Financiera

Elaboración: Las Autoras

En lo que respecta a Ecuador, La Bolsa de Valores y Productos del Ecuador C.A. fue creada en la ciudad de Guayaquil en mayo de 1935. Años después, el 30 de mayo de 1969, se autoriza el establecimiento de la Bolsa de Valores en Quito y Guayaquil. Pero debido a la falta de conocimiento de este tipo de negociaciones, la primera rueda se llevó a cabo el 31 de agosto de 1970 en la bolsa de Valores de Guayaquil. (Bolsa de Valores Quito, 2016)

Sin embargo, la primera Ley de Mercado de Valores se aprobó en 1993. La cual fue publicada en el Registro oficial del 28 de mayo de dicho año. Donde dispone que las Bolsas se transformen en Corporaciones Civiles sin fines de lucro. Por ello se crea el Consejo Nacional de Valores como ente regulador de Mercado, y a la Superintendencia de Compañía como regulador y controlador. Pero para darle impulso a este tipo de negociaciones se establecieron ciertos incentivos tributarios. En el año 1998, se expidió la nueva Ley de Mercado de Valores atendiendo la necesidad de introducir ciertos aspectos originados por el desarrollo vertiginoso de la actividad.

En el año 2014 la nueva Ley de Mercado de Valores dispuso que las Bolsas de Valores del País se transformen en sociedades anónimas. (Bolsa de Valores Guayaquil, 2016)

Cabe agregar, que el 12 de marzo del 2014 la Asamblea Nacional aprobó la última reforma a la Ley de Mercado de Valores del Ecuador con la finalidad de desarrollarlo de manera íntegra y cumplir con los preceptos constitucionales.

Art.1.- Del objeto y ámbito de la Ley.- La presente Ley tiene por objeto promover un mercado de valores organizado, integrado, eficaz y transparente, en el que la intermediación de valores sea competitiva, ordenada, equitativa y continua, como resultado de una información veraz, completa y oportuna. El ámbito de aplicación de esta Ley abarca el mercado de valores en sus segmentos bursátil y extrabursátil, las bolsas de valores, las asociaciones gremiales, las casa de valores, las administradoras de fondos y fideicomisos, las calificadoras de riesgo, los emisores, las auditorías externas y demás participantes que de cualquier manera actúen en el mercado de valores. También son sujetos de aplicación de esta Ley, la Junta de Regulación del Mercado de Valores y la Superintendencia de Compañías, como organismos

regulador y de control respectivamente. (Del Objeto y Ambito de Aplicación de la Ley, 2014 , pág. 1)

Art. ...-Principios rectores del mercado de valores.-

Los principios rectores del mercado de valores que orientan la actuación de la Junta de Regulación del Mercado de Valores, de la Superintendencia de Compañías y Valores y de los participantes son: (Asamblea Nacional, 2014)

1. La fe pública;
 2. Protección del inversionista;
 3. Transparencia y publicidad;
 4. Información simétrica, clara, veraz, completa y oportuna.
 5. La libre competencia;
 6. Tratamiento igualitario a los participantes del mercado de valores;
 7. La aplicación de buenas prácticas corporativas.
 8. Respeto y fortalecimiento de la potestad normativa de la Junta de Regulación del Mercado de Valores, con sujeción a la Constitución de la Republica, las políticas públicas del Mercado de Valores y la Ley; y,
 9. Promover el financiamiento e inversión en el régimen de desarrollo nacional y un mercado democrático, productivo, eficiente y solidario.;
- Los principios expresados en este artículo deberán interpretarse siempre en el sentido que más favorezca al inversionista.

2.1.1 Segmento del Mercado de Valores

Existen mecanismos de negociación en el Mercado de Valores, con la finalidad de canalizar de mejor manera los recursos financieros a través del segmento bursátil y extrabursátil.

Mercado Bursátil.- es el conformado por ofertas, demandas y negociaciones de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, en las bolsas de valores y en el Registro Especial Bursátil (REB), realizadas por los intermediarios de valores autorizados, de acuerdo con lo establecido en la presente Ley (Asamblea Nacional del Ecuador, 2014).

Mercado extrabursátil.- es el mercado primario que se genera entre la institución financiera y el inversor sin la intervención de un intermediario de valores, con valores genéricos o de giro ordinario de su negocio, emitidos por instituciones financieras, inscritos en el Registro de Mercado de Valores y en las bolsas de valores (Asamblea Nacional del Ecuador, 2014).

El mercado primario es donde se realizan las negociaciones directamente entre el comprador y el vendedor, sobre valores no inscritos en el Catastro Público de Mercado de Valores, o que sean producto de transferencia de acciones originadas en fusiones, escisiones, herencias, legados, donaciones y liquidaciones de sociedades conyugales y de hecho (Asamblea Nacional del Ecuador, 2014).

2.2. LA TITULARIZACIÓN

En el año 1930, Estados Unidos atravesaba un proceso de depresión por lo que ideó que se crearan entidades Federales que garantizaron el repago de los créditos hipotecarios.

En los años 90, Inglaterra inicia su proceso de desarrollo de titularización mediante créditos hipotecarios de renta fija, otorgando intereses mensuales y saldos de capital al terminar el período de la hipoteca.

Mientras tanto en el año de 1988 Francia incursiona en este proceso bajo el marco legal denominado “La Loi Trisation”. Logrando ya en el año 1989 su primera titularización con una emisión de valores a cuatro plazos diferentes.

De esa manera es como se fue extendiendo a nivel mundial los procesos de Titularización en los países como Japón, México, España y Colombia.

De acuerdo a la Bolsa de Valores Quito en el 2015 se realizaron 105 Titularizaciones.

En la actualidad, la titularización transforma en títulos valores, activos de poca, lenta o nula rotación; con la finalidad de obtener liquidez en condiciones competitivas.

Art. 138.- De la titularización.-Es el proceso mediante el cual se emiten valores susceptibles de ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil, emitidos con cargo a un patrimonio autónomo. Los valores que se

emitan como consecuencia de procesos de titularización constituyen valores en los términos de la presente Ley. No se podrán promocionar o realizar ofertas públicas de derechos fiduciarios sin haber cumplido previamente los requisitos establecidos por esta Ley para los procesos de titularización. (Ley de Mercado de Valores, 2014, pág. 57)

2.2.1. PROCESO DE LA TITULARIZACIÓN

Dentro de un proceso de titularización se llevan a cabo una serie de etapas; en la cual el originador transfiere a un patrimonio autónomo los bienes susceptibles a titularizar; con ello se emiten valores de participación para ser colocados a los inversionistas, los inversionistas otorgan sus recursos al patrimonio para adquirir los títulos.

Una vez realizado este proceso el Patrimonio Autónomo entrega los recursos al originador, posteriormente este patrimonio devuelve al inversionista su capital invertido más un rendimiento.

Ilustración 2.1 Proceso de Titularización



Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaboración: Las Autoras

Art.139.- Partes esenciales.-

Las partes esenciales que deben intervenir en un proceso de titularización son las siguientes:

Originador consiste en una o más personas naturales o jurídicas, de derecho público o privado, públicas, privadas o mixtas, de derecho privado con finalidad social o pública nacionales o extranjeras, o entidades dotadas de personalidad jurídica, propietarios de activos o derechos sobre flujos susceptibles de ser titularizados. Agente de manejo será una sociedad administradora de fondos y fideicomisos que tenga a su cargo, además de las funciones consagradas en el contrato de fideicomiso mercantil, las siguientes:

- a) Obtener las autorizaciones que se requieran para procesos de titularización en los cuales los valores a emitirse vayan a ser colocados mediante oferta pública, conforme con las disposiciones de la presente Ley;
- b) Recibir del originador y en representación del patrimonio de propósito exclusivo, los activos a ser titularizados;
- c) Emitir valores respaldados con el patrimonio de propósito exclusivo;
- d) Colocar los valores emitidos, mediante oferta pública, conforme con las disposiciones de la presente Ley;
- e) Administrar los activos integrados en el patrimonio de propósito exclusivo, tendiendo a la obtención de los flujos futuros, sea de fondos, sea de derechos de contenido económico; y,
- f) Distribuir entre los inversionistas los resultados obtenidos.

Las funciones señaladas en las literales a), b) y c) son indelegables. La delegación de las funciones restantes deberá indicarse expresamente en el contrato de fideicomiso mercantil. El agente de manejo será siempre responsable de todas las actuaciones de terceros que desempeñen las funciones así delegadas (...). (Ley de Mercado de Valores, 2014, pág. 57)

Los activos transferidos por el originador, forman un patrimonio independiente denominado Patrimonio de propósito exclusivo o Fideicomiso Mercantil, más los pasivos y contingentes que se generen producto de la titularización.

De acuerdo a la Ley de Mercado de Valores, Libro II (Asamblea Nacional del Ecuador, 2014)“Comité de vigilancia, estará compuesto por lo menos por tres miembros, elegidos por los tenedores de títulos, no relacionado al agente de manejo”, siempre y cuando los tenedores no pertenezcan a empresas vinculadas.

2.2.2. PATRIMONIO AUTÓNOMO

Un patrimonio autónomo se forma cuando el originador transfiere sus bienes a titularizar a un agente de manejo- Fideicomiso, este fiduciario aparta estos bienes de los suyos y los destina exclusivamente al fin acordado con el fiduciante u originador.

Todo queda legalmente estipulado en el contrato de fideicomiso, con la finalidad de garantizar los títulos valores emitidos.

La Ley de Mercado de Valores (2014) expresa lo siguiente al respecto:

Art. 141.- Del patrimonio independiente o autónomo.-
Cualquiera sea el patrimonio de propósito exclusivo que se utilice para desarrollar un proceso de titularización, los activos o derechos sobre flujos transferidos por el originador integraran un patrimonio independiente, que contará con su propio balance, distinto de los patrimonios individuales del originador, del agente de manejo o de los inversionistas.(p. 58)

Los activos que integren el patrimonio de propósito exclusivo no pueden ser embargados ni sujetos de ninguna medida precautelaria o preventiva por los acreedores del originador, del agente de manejo o de los inversionistas. Los acreedores de los inversionistas podrán perseguir los derechos y beneficios que a estos les corresponda respecto de los valores en los que hayan invertido. (Asamblea Nacional del Ecuador, 2014).

Por lo mencionado en párrafos anteriores, El patrimonio de propósito exclusivo se forma para precautelar los interés de los inversionistas. Debido a que con ello se respaldan las emisiones de valores, a los cuales los inversionistas tienen derecho (Asamblea Nacional del Ecuador, 2014).

2.2.3. BIENES SUSCEPTIBLES DE TITULARIZAR

Los bienes susceptibles a titularizar son todos aquellos activos que sean capaces de generar flujos. Tal como lo indica la Ley de Mercado de Valores (2014):

Art. 143.- Bienes susceptibles de titularizar.- El proceso de titularización conllevará la expectativa de generar flujos de efectivo determinables, respecto de los cuales su titular pueda disponer libremente, a partir de:

1. Bienes o derechos existentes generadores de flujos futuros determinables; y,

2. Derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas

Adicionalmente, no podrá pesar sobre tales bienes ni sobre los flujos que generen, ninguna clase de gravámenes, limitaciones al dominio, prohibiciones de enajenar, condiciones suspensivas o resolutorias, ni deben

estar pendientes de pago, impuestos, tasa o contribución alguna. Podrán estructurarse procesos de titularización a partir de los siguientes bienes o activos:

1. Valores representativos de la deuda pública;
2. Valores inscritos en el Registro de Mercado de Valores;
3. Cartera de crédito;
4. Inmuebles;
5. Bienes o derechos existentes que posea el originador, susceptibles de generar flujos futuros determinables con base en estadísticas o en proyecciones, según corresponda;
6. Derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas; y,
7. Proyectos susceptibles de generar flujos futuros determinables con base en estadísticas o en proyecciones, según corresponda. (p. 59)

No obstante lo anterior, la Junta de Regulación del Mercado de Valores podrá autorizar la estructuración de procesos con bienes o activos diferentes de los anteriormente señalados (Asamblea Nacional del Ecuador, 2014).

2.2.4. TIPOS DE TITULARIZACIONES EN ECUADOR

Como se observa en el capítulo anterior, hay diferentes tipos de activos a titularizar, en Ecuador se señalan 5 tipos de titularizaciones aprobadas por la Ley de Mercado de Valores.

- Titularización de Cartera: en esta titularización se otorgan los derechos del pago principal de la cartera a los inversionistas, esta cartera corresponde a una misma clase.
- Titularización de inmuebles: en este proceso se transfieren al patrimonio autónomo uno o varios bienes de baja rotación.
- Titularización de proyectos inmobiliarios: este activo inmobiliario deberá estar libre de gravámenes, en el cual se emiten valores en forma de alícuotas.
- Titularización de derechos existentes generadores de flujos futuros o de proyectos susceptibles de generar flujos determinables: en estos títulos no se titularizan flujos futuros de cartera, proyectos inmobiliarios,

inmuebles. Aquí se traspasan todos los derechos del bien generador del flujo futuro.

- Titularización de derechos de cobro sobre ventas futuras esperadas: es el derecho de cobro sobre ventas futuras esperadas, esta titularización debe ser soportada por una garantía específica y la garantía solidaria del originador.

Para tener una buena calificación para los títulos, los fideicomisos recomiendan que el mecanismo de garantía cubra al menos 1.5 veces el índice de desviación o siniestralidad.

2.2.4.1 TITULARIZACIÓN DE FLUJOS DE FONDOS EN GENERAL

La titularización de flujos futuros consiste en transferir a un patrimonio autónomo los derechos de flujos futuros, con la finalidad de poner en el mercado los títulos de renta fija para los inversionistas. (Stephens, 2011)

De acuerdo a ello, es necesario tener la información histórica de los últimos tres años para sostener las proyecciones de por los menos los próximos tres años consecutivos. Sin embargo para las compañías que no cuenten con la información necesaria, se considera el desenvolvimiento financiero y económico proyectado.

De acuerdo al Manual de Inscripción de La Bolsa de Valores Quito (2016) señala: “En ningún caso, el valor de la emisión excederá el noventa por ciento del valor presente de los flujos requeridos de acuerdo al presupuesto (...), descontados a una tasa que no podrá ser inferior a la Tasa Activa Efectiva Referencial(...)”.

El contrato del fideicomiso debe contener la identificación del originador, la declaración juramentada de la procedencia legítima de los flujos futuros, el bien a transferir al fideicomiso, la remuneración del Fiduciario, la denominación del

patrimonio autonomo y las condiciones especificas que este adoptará para el manejo adecuado del bien, los rendimientos y la liquidación posterior del fideicomiso.

Como mecanismo de garantía para este estudio se efectuará un depósito en garantía que se mantendrá dentro del fideicomiso durante la vigencia del mismo, como una cuenta denominada exceso de flujo de fondos, el cual corresponde a un monto de \$700.000,00.

2.2.5. PROSPECTO DE LA TITULARIZACIÓN

La Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros es el ente que se encarga de aprobar el Prospecto de la oferta pública realizada por el agente de manejo.

El prospecto de la oferta pública permite conocer toda la información necesaria de los términos y condiciones de los valores a invertir.

De acuerdo al manual de inscripción toda oferta pública deberá contener lo siguiente: portada, información general del originador, información general del agente de manejo, información sobre el patrimonio autónomo emisor de los valores y del proceso de titularización, característica de la emisión e información adicional por tipo de titularización. (Bolsa de Valores Quito, 2016)

2.2.6. PLAN DE PAGOS DE TITULARIZACIÓN

Tabla 2.2 Amortización del Plan de pagos de Títulos

TABLA DE AMORTIZACION TITULARIZACIÓN - EMISIÓN DE OBLIGACIONES				
PERIODO	ABONO CAPITAL	INTERES	PAGO	SALDO
				\$ 1.500.000,00
30/12/2016	\$ 150.000,00	\$ 60.024,00	\$ 210.024,00	\$ 1.350.000,00
30/06/2017	\$ 150.000,00	\$ 54.024,00	\$ 204.024,00	\$ 1.200.000,00
30/12/2017	\$ 150.000,00	\$ 48.024,00	\$ 198.024,00	\$ 1.050.000,00
30/06/2018	\$ 150.000,00	\$ 42.024,00	\$ 192.024,00	\$ 900.000,00
30/12/2018	\$ 150.000,00	\$ 36.024,00	\$ 186.024,00	\$ 750.000,00
30/06/2019	\$ 150.000,00	\$ 30.024,00	\$ 180.024,00	\$ 600.000,00
30/12/2019	\$ 150.000,00	\$ 24.024,00	\$ 174.024,00	\$ 450.000,00
30/06/2020	\$ 150.000,00	\$ 18.024,00	\$ 168.024,00	\$ 300.000,00
30/12/2020	\$ 150.000,00	\$ 12.024,00	\$ 162.024,00	\$ 150.000,00
30/06/2021	\$ 150.000,00	\$ 6.024,00	\$ 156.024,00	\$ -
TOTAL	\$ 1.500.000,00	\$ 330.240,00	\$ 1.830.240,00	

Elaboración: Las autoras

Los títulos de compañía anónima brindan una tasa del 8,00%, iniciando su primer pago el 30 de diciembre del 2016; en el cual se va cancelar un abono de capital fijo de \$ 150.000,00 cada semestre durante cinco años, más los intereses correspondientes a cada periodo. Tal como muestra la tabla 2.2.

Para el proceso de titularización planteado se debe incurrir en costos para cancelar honorarios del agente de manejo, notario, auditoria, inspección de la Superintendencia de compañía, Bolsa de Valores, Publicaciones entre otros (ver Anexo 1).

2.3. EMISIÓN DE OBLIGACIONES

En el año 1899 y 1903, en la presidencia de Eloy Alfaro se dio lugar a la primera emisión de bonos, denominada bonos de Ferrocarril, la cual fue cancelada en su totalidad en el año 1974. Sin embargo, durante el periodo de la guerra de independencia, Ecuador adquirió bonos de independencia, que es conocida como deuda inglesa, la cual fue cancelada en el año 1989 (Orozco, 2014).

En el año 1994, Ecuador convirtió su deuda con Estados Unidos, por bonos Brady, esta negociación fue propuesta por el secretario del Tesoro Nicholas Brady. (El Universo , 2003) .

Fue de esa manera como Ecuador incursionó al mercado de valores mediante procesos de Emisión de Obligaciones.

2.3.1. PROCESO DE LA EMISION DE OBLIGACIONES

Conforme lo establece la Ley de Mercado de Valores, actualmente denominada Código Orgánico Monetario y Financiero, Libro II Ley de Mercado de Valores, en su artículo 160 de la definición de emisión de obligaciones son valores de contenido crediticio representativos de deuda a cargo del emisor que podrán ser emitidos por personas jurídicas de derecho público o privado, sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador, y por quienes establezca la Junta Política y Regulación Monetaria y Financiera, con los requisitos que también sean establecidos por la misma en cada caso (Asamblea Nacional del Ecuador, 2014).

La emisión de obligaciones se instrumentará a través de un contrato que deberá elevarse a escritura pública y ser otorgado por el emisor y el representante de los tenedores de obligaciones, y deberá contener los requisitos esenciales determinados por la Junta de Regulación de Mercado mediante norma de carácter general (Asamblea Nacional del Ecuadorb, 2014).

A través de este mecanismo una compañía puede financiarse emitiendo títulos de deuda y venderlos mediante una Oferta Pública, este método es útil para que las empresas puedan acceder a un financiamiento para en el caso de la compañía Industrial, aumentar su capacidad productiva, cumplir con la demanda del mercado y abrirse a nuevos mercados locales.

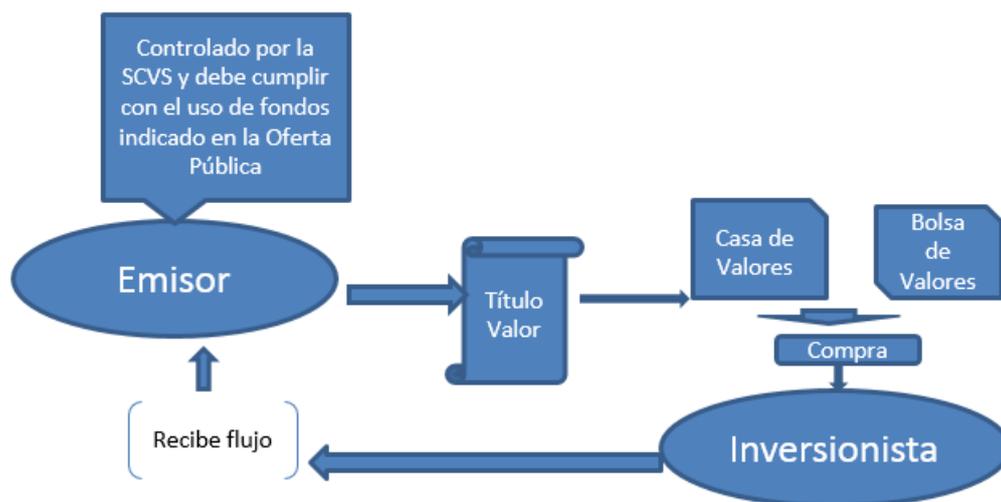
La ventaja de la emisión de obligaciones es que resulta menos costosa que recurrir a un financiamiento bancario, dado que la empresa al realizar un préstamo

bancario le cobrarían una tasa de interés activa, y al emitir una obligación pagaría un interés más bajo que el que tendría que pagar en el préstamo, pero sin dejar de ser atractivo ese título para el inversionista, porque este último observará que la tasa pasiva de un banco es menor que la tasa del título ofrecido por la empresa. Son ventajas aprovechadas tanto por el emisor como por el inversionista, los cumplimientos de pagos de capital e interés los elabora el propio emisor de acuerdo al flujo que reciba por la actividad desarrollada.

Los pasos para que se perfeccione una emisión de obligaciones es mediante la inscripción en el Registro de Mercado de Valores, actualmente Catastro Público de Mercado de Valores, en las Bolsas de Valores y deberá publicarse mediante un Prospecto de Oferta Pública donde constará las características del título, la información económica y financiera de la empresa, calificación inicial, informe de auditoría externa del emisor, etc., para que el público tenga conocimiento. (Bolsa de Valores de Guayaquil, 2012)

Ilustración 2.2 Proceso de Emisión de Obligaciones

PROCESO DE EMISIÓN DE OBLIGACIONES



Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaboración: Las Autoras

La emisión puede estar dividida en clases, a su vez estas en series y otorgar diferentes derechos (formas de pago). Debe tener una calificación de riesgo, que es

una opinión sobre la capacidad de pago del emisor y otorga una referencia al inversionista de si es rentable el título de dicha emisión. Estas calificaciones las elaboran las compañías Calificadoras de Riesgo legalmente constituidas e inscritas en el Catastro Público de Mercado de Valores, quienes deben mantener actualizadas las calificaciones semestralmente durante la vigencia de la emisión.

Adicionalmente el Emisor debe contratar a un Representante de Obligacionistas que serán los encargados de salvaguardar los intereses de los tenedores de los títulos, debe ser alguien distinto al emisor, actualmente Estudios Jurídicos que se mantendrán hasta que todas las obligaciones queden redimidas.

En este proceso de Emisión de Obligaciones se va incurrir en costos de estructura legal, colocación, publicidad, comisión, catastro Público, notario, calificación de riesgo entre otros. (Ver Anexo 2).

2.3.2. GARANTIAS DEL EMISOR

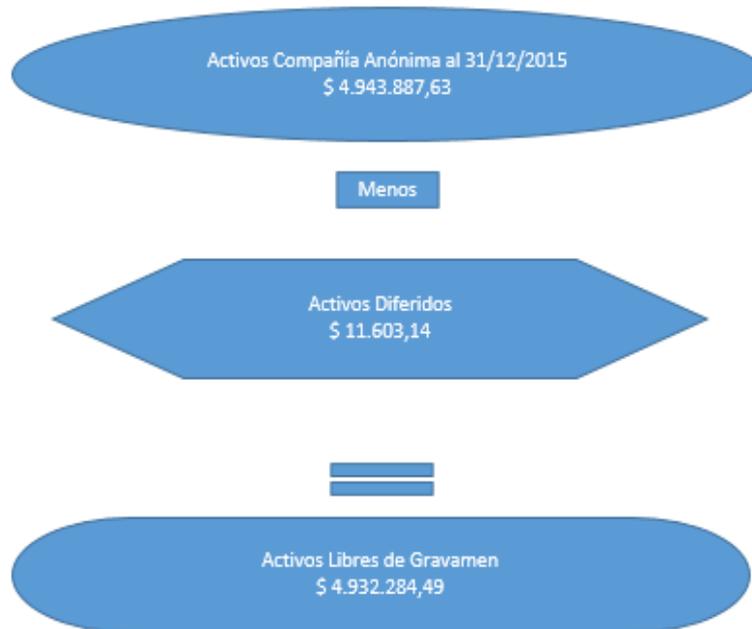
En el artículo 162 del Código Orgánico Monetario y Financiero, Libro II Ley de Mercado de Valores, menciona la garantía que puede ser general y además podrá contar con garantía específica. Las garantías específicas podrán asegurar el pago del capital, de los intereses parcial o totalmente, o de ambos (Asamblea Nacional del Ecuador, 2014).

2.3.2.1. GARANTÍA GENERAL: ACTIVOS LIBRES DE GRAVAMEN

En la Codificación de Resoluciones del Consejo Nacional de Valores, en el artículo 13, sección I, capítulo III, subtítulo I, título III, se detalla el monto máximo para emisiones amparadas con garantía general, que se calcula restando una serie de ítems al total de activos registrado en el Balance General, al resultado obtenido se le calcula el 80% y el valor obtenido se convierte en el monto máximo a emitir, este cálculo lo debe cumplir la compañía durante toda la vigencia de la emisión, a continuación se detalla cada uno de los ítems:

Total de Activos del Balance
(-) activos diferidos o impuestos diferidos
(-) activos gravados
(-) activos en litigio y el monto de las impugnaciones tributarias, independientemente de la instancia administrativa y judicial en la que se encuentren
(-) el monto no redimido de obligaciones en circulación
(-) el monto no redimido de titularización de flujos futuros de fondos de bienes que se espera que existan en los que el emisor haya actuado como originador
(-) los derechos fiduciarios del emisor provenientes de negocios fiduciarios que tengan por objeto garantizar obligaciones propias o de terceros
(-) cuentas y documentos por cobrar provenientes de la negociación de derechos fiduciarios a cualquier título, en los cuales el patrimonio autónomo este compuesto por bienes gravados
(-) saldo de los valores de renta fija emitidos por el emisor y negociados en el registro especial para valores no inscritos – REVNI
(-) las inversiones en acciones en compañías nacionales o extranjeras que no coticen en bolsa o en mercados regulados y estén vinculadas con el emisor en los términos de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias

Ilustración 2.3 Activos Libres de Gravamen



Fuente: Estados Financieros de la Compañía

Elaboración: Las autoras

Este cálculo deberá constar en una certificación suscrita por el representante legal del emisor, que se insertará en el prospecto de oferta pública. Para el estudio se cuenta con una garantía general de \$ 3.945.827,59, adicional esta emisión de obligaciones contara con una garantía específica correspondiente a un fideicomiso de garantía en el cual el patrimonio autónomo será la transferencia de un terreno valorado en \$ 1.300.000,00.

2.4. PROSPECTO DE OFERTA PÚBLICA

En el Art. 12 sección I, capítulo III, subtítulo I, título III, se describe el **Contenido del prospecto** de oferta pública primaria de obligaciones, elaborado por sociedades nacionales, el cual contendrá, al menos, la siguiente información:

1. Portada

2. Información general sobre el emisor:
3. Descripción del negocio del emisor:
4. Características de la emisión:
5. Información económico – financiera del emisor:
6. Declaración juramentada del representante legal de la compañía emisora, en la que conste que la información contenida en el prospecto de oferta pública es fidedigna, real y completa; y que será penal y civilmente responsable, por cualquier falsedad u omisión contenida en ella
7. Declaración bajo juramento otorgada ante Notario Público por el representante legal del emisor en la que detalle los activos libres de gravámenes.

2.5. TIPOS DE CREDITOS BANCARIOS

En el año 2015, la Junta Reguladora del sector monetario y financiero, modificó la segmentación de créditos de la siguiente manera: (Orozco, 2015)

- **Crédito Productivo.-** este crédito es exclusivamente para adquirir bienes de capital, ya sea para personas naturales o todo tipo de empresas.
- **Crédito Comercial Ordinario.-** dirigido para personas obligadas a llevar contabilidad o empresas que sus ventas superen \$ 100.000,00 con la finalidad de adquirir vehículos y otros activos destinados a la producción.

- **Crédito Comercial Prioritario.-** es otorgado para compañías que superen ventas de \$ 100.000,00 y personas obligadas a llevar contabilidad, que busquen adquirir vehículos pesados.

- **Crédito de Consumo Ordinario.-** exclusivo para personas naturales, que buscan garantía fiduciaria; dentro de los cuales pueden ser los consumos de tarjetas corporativas y de personas naturales, cuando el valor adeudado sea superior a \$ 5.000,00.

- **Crédito de Consumo Prioritario.-** dirigido a la compra de bienes o servicios que no tengan relación con la actividad productiva y otros gastos que no se incluyan en el crédito de consumo ordinario, como los créditos prendarios de joyas. En cuanto al consumo de tarjetas de crédito se los considera cuando sean anticipos de efectivo mayores a \$ 5.000,00.

- **Crédito Educativo.-** todo crédito otorgado a personas que deseen financiamiento de capacitación y formación debidamente acreditado, o todo tipo de consumo con tarjeta de crédito direccionado en establecimiento educativos.

- **Crédito de Vivienda de Interés Público.-** es de tipo garantía hipotecaria para adquirir una vivienda, cuyo costo sea de \$ 70.000,00, o el metro cuadrado tenga un costo menor o igual a \$ 890,00.

- **Crédito Inmobiliario.-** es otorgado para la construcción de viviendas de personas naturales, que desean adquirir bienes inmuebles, o para la reparación o mejora de un bien existente.

- **Microcrédito.-** dirigido a personas naturales o jurídicas con ventas anuales inferiores a \$ 100.000,00, con el objetivo de financiar su producción.

- **Crédito de Inversión Pública.-** otorgado para financiar proyectos u obras del sector público, incluyendo a los Gobiernos Autónomos descentralizados.

2.5.1. PLAN DE PAGOS DEL FINANCIAMIENTO BANCARIO

Compañía Anónima para la evaluación presenta la tabla 2.3, de amortización la cual es otorgada por una de las instituciones bancarias donde mantiene cuenta corriente activa. La tasa de interés de la tabla corresponde al 11,23%, concedido por dicha institución, la deuda bancaria será liquidada en 10 pagos semestrales de capital más interés y seguro de desgravamen, el seguro de desgravamen corresponde a una tasa del 0,26%. (Banco Pichincha, 2016)

Tabla 2.3 Amortización Préstamo Bancario

TABLA DE AMORTIZACION PRESTAMO BANCARIO					
PERIODO	ABONO CAPITAL	INTERES	SEGURO DESG.	PAGO	SALDO
					\$ 1.500.000,00
30/12/2016	\$ 150.000,00	\$ 84.271,82	\$ 3.900,00	\$ 238.171,82	\$ 1.350.000,00
30/06/2017	\$ 150.000,00	\$ 75.826,50	\$ 3.510,00	\$ 229.336,50	\$ 1.200.000,00
30/12/2017	\$ 150.000,00	\$ 67.404,00	\$ 3.120,00	\$ 220.524,00	\$ 1.050.000,00
30/06/2018	\$ 150.000,00	\$ 58.981,50	\$ 2.730,00	\$ 211.711,50	\$ 900.000,00
30/12/2018	\$ 150.000,00	\$ 50.559,00	\$ 2.340,00	\$ 202.899,00	\$ 750.000,00
30/06/2019	\$ 150.000,00	\$ 42.136,50	\$ 1.950,00	\$ 194.086,50	\$ 600.000,00
30/12/2019	\$ 150.000,00	\$ 33.714,00	\$ 1.560,00	\$ 185.274,00	\$ 450.000,00
30/06/2020	\$ 150.000,00	\$ 25.291,50	\$ 1.170,00	\$ 176.461,50	\$ 300.000,00
30/12/2020	\$ 150.000,00	\$ 16.869,00	\$ 780,00	\$ 167.649,00	\$ 150.000,00
30/06/2021	\$ 150.000,00	\$ 8.446,50	\$ 390,00	\$ 158.836,50	\$ -
TOTAL	\$ 1.500.000,00	\$ 463.500,32	\$ 21.450,00	\$ 1.984.950,32	

Elaboración: Las autoras

Al efectuarse el préstamo bancario, el valor acreditado en la cuenta bancaria sería de \$ 1.492.500,00; debido a que el banco descuenta una contribución atención integral del cáncer por \$ 7.500,00, correspondiente al 0,50%

Para mantener la misma simetría en el análisis, la tabla de amortización a considerar será por el método alemán, en la cual todos los pagos de capital serán constantes, teniendo variación únicamente en el interés a cancelar de la obligación.

CAPITULO 3. SITUACIÓN DEL EMISOR

3.1 INFORMACIÓN GENERAL DEL EMISOR:

Nombre:	COMPAÑÍA ANONIMA
Numero de RUC:	099999999999
Escritura de Constitución:	1 de enero de 1997.
Escritura de Inscripción:	1 de enero de 1997.
Domicilio Oficina Matriz:	Guayaquil - Ecuador
Dirección:	KM 10/5 Vía Daule.
Teléfono:	(593) 042999999
FAX:	(593)04-2999999
Objeto Social:	Mejorar procesos de embalaje y automatización de cargas
Capital suscrito y pagado:	\$ 350.000,00
Capital Autorizado:	\$ 350.000,00
# Acciones:	35.000
Valor nominal:	\$100,00 cada una
Clase:	Ordinarias y nominativas
Serie:	N/A.
Estructurador:	INTERVALORES Casa de Valores S. A.
Agente Colocador:	ADVFINSA S. A. Casa de Valores
Agente Pagador:	Compañía Anónima
Monto a Emitir:	\$ 1.500.000,00
Plazo de la emisión:	1.800 días.
Clase serie:	Única.
Valor nominal de cada obligación:	Desmaterializados mayores o iguales a \$1.000,00.
Tasa de Interés Serie:	8,00% fija anual.

Forma de cálculo, tasa de interés:	En base comercial 30/360 corresponde a años de 360 días, 12 meses y días de 30 días cada mes.
Forma de amortización y plazo:	10 pagos de capital y 10 pagos de intereses, es decir, los pagos serán semestrales. Pago de intereses semestral conforme los saldos de capital hasta completar el plazo del título.
Garantía:	Específica, consistente en el Fideicomiso Mercantil Irrevocable de Garantía denominado "FIDEICOMISO DE GARANTIA COMPAÑÍA ANONIMA.
Calificadora de Riesgo:	Sociedad Calificadora de Riesgos Latinoamericana, SCRL S. A.
Sistema de Colocación:	Bursátil
Representante de Obligacionistas:	Estudio Jurídico PANDZIC & Asociados
Fideicomiso:	TRUST Fiduciaria Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.
Agente Pagador:	Compañía Anónima a través del Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A. en Guayaquil y Quito.
Términos Emisiones convertibles en acciones:	La emisión de valores de Compañía Anónima no es convertible en acciones.

3.2 CAPACIDAD DE PRODUCCIÓN

Compañía Anónima se encuentra en el mercado más de 19 años, la capacidad de producción de la maquina actual, en promedio mensual promueve 59.400 rollos de Stretch Film, que equivale a 196.020 kilogramos al mes. En busca de mejorar la calidad de producto en cuanto a la micra de cada rollo de stretch film, se tiene como objetivo para el año 2016, adquirir una maquinaria de alta velocidad para stretch, para lo cual adquirió un terreno donde se encuentra un galpón con las adecuaciones necesarias para la instalación para la instalación

de la nueva máquina. Para iniciar el proceso de compra se deberá anticipar un 15,00% del total de la maquinaria, que corresponde a \$ 195.000,00, debido a que el costo total del equipo es de \$ 1.300.000,00, para cancelar el 15,00% se realizará un convenio de pago de cinco cuotas mensuales como se puede observar en la tabla 3.1.

Tabla 3.1 Amortización de maquinaria

AMORTIZACION DE MAQUINARÍA		
MAQUINARIA NUEVA		\$ 1.300.000,00
ANTICIPO	15,00%	\$ 195.000,00
15/02/2016	\$ 39.000,00	
15/03/2016	\$ 39.000,00	
15/04/2016	\$ 39.000,00	
15/05/2016	\$ 39.000,00	
15/06/2016	\$ 39.000,00	
SALDO	85,00%	\$ 1.105.000,00

Elaboración: Las autoras

Con la adquisición de la nueva maquinaria la compañía espera alcanzar niveles de producción de 300.000 kilogramos al mes, que para el presente estudio solo se va considerar un incremento del 15,00% que equivale a 225.423 kilogramos al mes, se estima que cada rollo cuenta con una mejor calidad de producción, dando mayor elasticidad y micras en los rollos de Stretch Film.

3.3 POSICIONAMIENTO DE LA COMPAÑÍA

Dentro de los productos que comercializa la compañía, para satisfacer la demanda en el sector de empaque y movilización de carga, se podrá observar a continuación las diferentes líneas.

Cintas adhesivas

- Masking tape.- se adhiere a toda superficie, sin dejar grumos.

- Clear.- es recomendada para uso de oficina, hogar o proyectos de ligeros, se distingue por su transparencia.
- Comercial.- para uso general, en caso de sellar cartones, se recomienda que contenga un peso inferior a 9 kilogramos.
- Industrial.- ideal para sellar cartones que pesen de 9 a 20 kilogramos.
- Premium.- ofrece una alta calidad adhesiva, ideal para sellar cajas de cartón, que contengan máximo 28 kilogramos.
- Ultra.- tiene un adhesivo hotmelt, para cartón, ideal para sellar cartones con peso máximo de 20 kilogramos.

Ilustración 3.1 Cinta de embalaje



Stretch film

- Flexx.- diseñado para proteger el producto durante el traslado y almacenamiento.
- Maxx.- para ser utilizado con máquina, protege el producto para almacenamiento o movilización, es ideal para paletizar.

Ilustración 3.2 Rollos de Stretch Film



Maquinaria

- Selladora de caja.- mejora el proceso de empaque en cartones, con esta maquinaria se reduce la mano de obra y se aumenta la productividad.

Ilustración 3.3 Selladora de caja



- Envolvedora de pallets.- automatiza el proceso de embalaje, dando como resultado el aumento de la productividad.

Ilustración 3.4 Envolvedora de pallets



- Carretillas.- para movilizar pallets de plásticos o de madera de 2,5, 3,5 y 5 toneladas de carga.

Ilustración 3.5 Carretilla



- Elevadores hidráulicos.- debido al sistema de los elevadores pueden adaptarse a distintos tamaños de carga, los cuales logran alcanzar una elevación aproximada de 1,60 metros.

Ilustración 3.6 Elevadores hidráulicos



- Elevadores eléctricos.- facilitan el traslado de mercadería, tienen una elevación con carga de 2 toneladas de hasta 9,5 metros.

Ilustración 3.7 Elevador Eléctrico



- Montacargas.- disminuye el tiempo del transporte del producto interno, cuenta con una capacidad de carga de hasta 3 toneladas y se eleva a unos 9,5 metros.

Ilustración 3.8 Montacarga



- Túnel para termo encogido.- empacan variedad de productos, a una temperatura controlada para lograr un sellado uniforme.

Ilustración 3.9 Túnel para Termo Encogido



- Mail bag.- es ideal para el sella de documentos pequeños, como por ejemplos revistas.

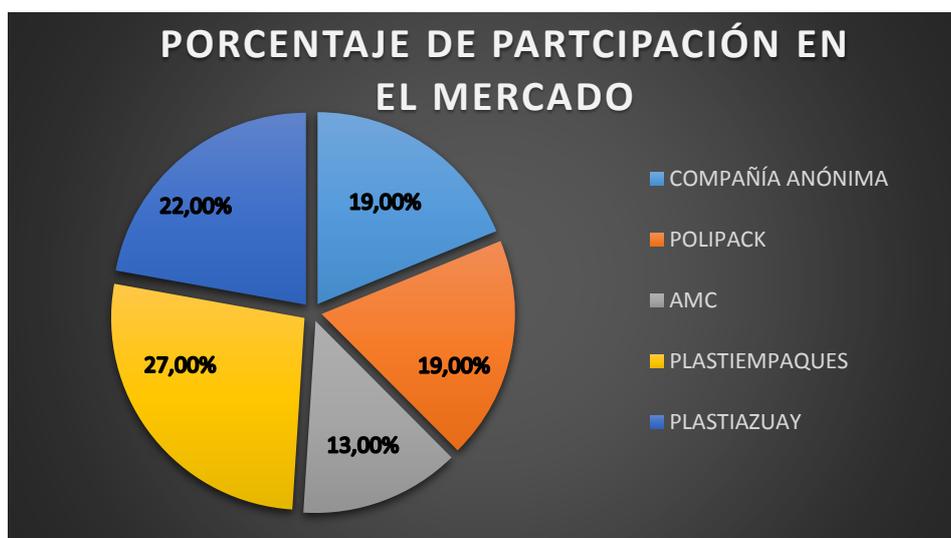
Ilustración 3.10 Mail Bag



3.3.1 COMPETENCIA Y PARTICIPACIÓN DE MERCADO

Compañía anónima se caracteriza por brindar productos de alta calidad, sin embargo por diferenciación de precios y el posicionamiento adquirido de algunas empresas, actualmente cuenta con un 19,00% de participación adquirida tal como lo muestra la ilustración 3.11 y tabla 3.2:

Ilustración 3.11 Porcentaje de Participación en el Mercado



Fuente: Interna de Compañía Anónima estadísticas de ventas

Elaborado: Las autoras

Tabla 3.2 Estimación de Ventas Mensuales en Kilogramos

COMPAÑÍAS	ESTIMACIÓN DE KILOGRAMOS DE VENTA MENSUAL	PORCENTAJE DE PARTICIPACIÓN
COMPAÑÍA ANÓNIMA	201.600,00	18,79%
POLIPACK	201.600,00	18,79%
AMC	144.000,00	13,42%
PLASTIEMPAQUES	288.000,00	26,85%
PLASTIAZUAY	237.600,00	22,15%
TOTAL	1.072.800,00	100,00%

Fuente: Interna de Estadísticas de ventas

Elaborado: Las autoras

- Polipack.- es uno de los principales competidores puesto que comercializa Stretch film de buena calidad pero a costos altos.
- AMC.- cuenta con una gran variedad de productos, pero su porcentaje de participación en lo que respecta a la venta de stretch film y cintas es bajo, debido a que su línea principal de venta concierne a productos de seguridad industrial.
- Plastiempaques.- dentro de su variedad de productos que comercializa, tiene a disposición rollos de Stretch film, dado a la trayectoria que tiene en el mercado ha ganado un porcentaje de participación para este sector del 27,00%. Su principal línea de producción es la producción de cabos.
- Plastiazuay.- compañía situada en Cuenca, la cual cuenta con algunos años de recorrido en fabricación de rollos de stretch film para procesos automáticos. Ha adquirido un buen posicionamiento de su producto con un 22,00% de participación.

Tabla 3.3 Ventajas y Desventajas de los principales Competidores

	COMPAÑÍA ANÓNIMA	POLIPACK	AMC	PLASTIEMPAQUES	PLASTIAZUAY
PRECIO					
ALTO	-	X			
DEL MERCADO	X		X	X	X
SECTOR COMERCIAL					
COSTA	X	X	X	X	
SIERRA	X			X	X
TIEMPO DE ENTREGA					
INMEDIATA	X	X	X		X
BAJO PEDIDO ANTICIPADO				X	
LINEA PRINCIPAL DE NEGOCIO					
STRETCH FILM, CINTAS	X	X			X
OTROS			X	X	

Fuente: Interna de Estadísticas de ventas

Elaborado: Las autoras

De acuerdo a lo mostrado en la tabla 3.3, Compañía Anónima cuenta con algunas ventajas significativas, dando a clientes un precio de acuerdo al estándar del mercado, con una distribución a nivel nacional en las dos regiones comerciales más importantes del Ecuador, otorgando al cliente la disponibilidad de entrega inmediata y bajo pedido anticipado para producción, donde su principal objetivo de negocio es comercializar stretch film y cintas, lo cual permite un mejora continua y personalizada para cada requerimiento que el cliente necesite.

Dentro del amplio portafolio de clientes, la compañía cuenta con algunas de las empresas mejores posicionadas del Ecuador, dando como resultado una cartera de cobranzas

con poco riesgo de incobrabilidad, adicional a ello cuenta con algunos distribuidores locales y regionales que permiten que los productos lleguen a Pymes de todo el País.

La Compañía en su visión de perfeccionamiento continuo tiene como estrategia de negocio, mejorar la calidad del producto, aumentando el rendimiento del mismo, con un menor costo de producción por kilo e ingresar a nuevos mercados con productos diferenciados para agricultura y el sector alimenticio.

3.3.2 HISTORICO DE VENTAS

Ilustración 3.12 Histórico de Ventas - Período 2011 - 2015

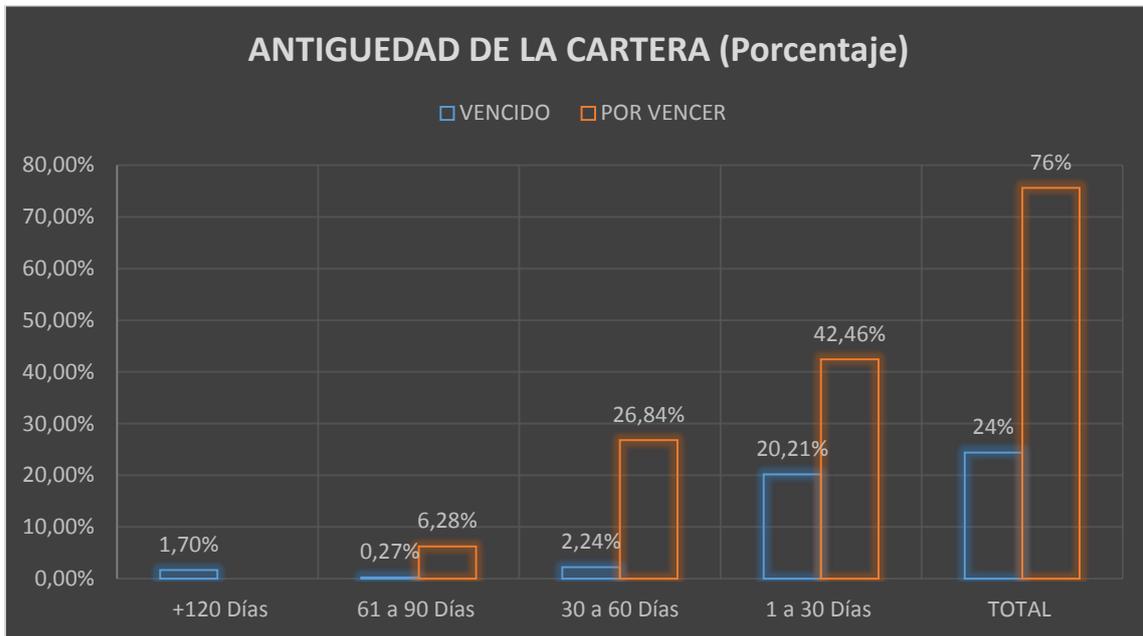


Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

Elaborado: Las autoras

En los últimos años las ventas de la compañía han incrementado de manera sostenida, en especial en el año 2015. Lo cual se debe a los nuevos clientes que ha adquirido y a las metas trazadas para el departamento de ventas, que con esfuerzo y constancia llegan a los objetivos planteados para cada año.

Ilustración 3.13 Antigüedad de la Cartera (Porcentaje)



Fuente: Registros contables de la compañía.

Elaborado: Las autoras

El riesgo de recuperación de la cartera es relativamente bajo. Como se puede observar en la ilustración 3.13, el 24,00% de la cartera total, representa a las cuentas con vencimiento, las cuales se pueden recuperar en un corto período y con la gestión oportuna de cobranzas.

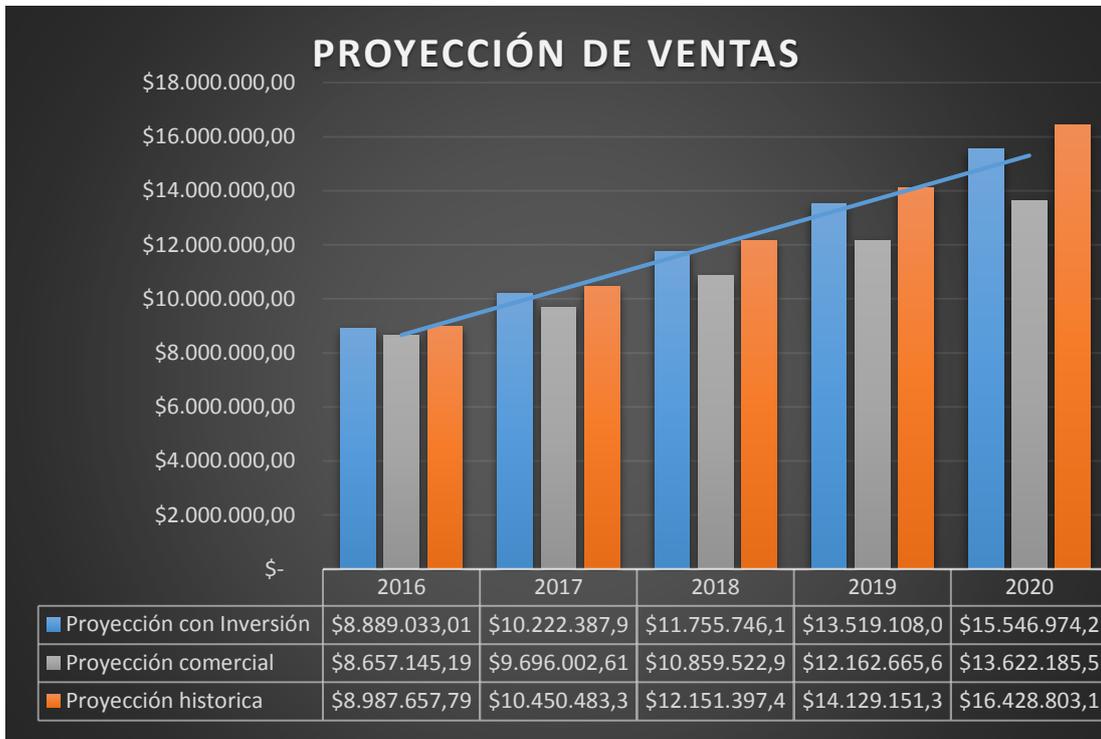
Cabe señalar que pese a que la cartera tiene un riesgo bajo de incobrabilidad, hay que tener en cuenta factores externos que pueden afectar a la recuperación de la misma, que pueden afectar los indicadores de recuperación de cartera que mantiene en la actualidad.

Uno de los factores principales para disminuir la celeridad de cobranza de esta compañía, es la economía del país y catástrofes naturales que afecten el equilibrio económico de las empresas.

Compañía anónima cuenta con contratos en comodato con algunas empresas de buen posicionamiento económico en el país, ello garantiza la venta de stretch estipulada en los contratos establecidos con los clientes, esto respalda a los inversionistas que un porcentaje del del flujo a proyectar esta cubierto en un 35,00% de las ventas proyectadas.

3.3.3 PROYECCION DE VENTAS

Ilustración 3.14 Proyección de Ventas - Período 2016 - 2020



Elaboración: Las autoras

Para el presente estudio se toma como referencia la proyección con inversión, sin considerar la capacidad total de la maquinaria nueva por lo cual tomamos un porcentaje de incremento del 15% anual de las ventas debido a que el mayor interés es mejorar la calidad del producto y no tener gran producción a escala.

La proyección comercial se obtuvo multiplicando el total de ventas del año 2015 por la tasa de variación 1,12, que corresponde al 12,00% de incremento anual en la meta de ventas para cada vendedor.

La proyección histórica se obtuvo multiplicando el total de ventas del año 2015 por la tasa tomada del promedio de variación de crecimiento de los últimos cinco años 16,28%, de igual forma se fue proyectando en los siguientes años.

De acuerdo a la ilustración 3.14, se puede observar que se estima para la compañía un crecimiento constante en todos los escenarios, basados en las políticas internas de ventas, el nivel de aceptación del mercado y la capacidad de producción esperada con la nueva maquinaria, tomando en consideración la tendencia de crecimiento demostrada a lo largo de los años para la compañía.

Con la finalidad de garantizar el crecimiento esperado, en base a la efectividad de las ventas y la recuperación de la cartera, la compañía constantemente se encuentra en mejora de sus procesos y políticas, para lograr satisfacer las necesidades de crecimiento de los distribuidores y demás clientes que adquieren los productos. Para ello se evalúa periódicamente los niveles de compras, el historial crediticio, el cupo disponible y sus indicadores financieros, para conocer a nivel financiero como han crecido los clientes en el transcurso del periodo analizado.

3.4 INFORMACIÓN FINANCIERA

La información financiera de Compañía Anónima esta presentada en los Estados de Situación Financiera (balance general) y el Estado de Resultados (Estado de Pérdida y Ganancias), correspondientes al año 2015, 2014 y 2013.

Se estudiará los saldos de los Estados de Situación Financiera y los Estados de Resultados, para ello se realizarán dos tipos de análisis horizontal y vertical, para posteriormente realizar el análisis de los indicadores financieros.

De acuerdo a la ilustración 3.15: se observa activos totales por \$ 4.934.887,63; \$5.416.401,68 y \$ 5.018.573,76; los pasivos están representados en \$ 2.219.059,97; \$2.658.359,83 y \$ 2.375.272,56 y patrimonio en \$ 2.715.827,66; \$ 2.758.041,85 y \$2.643.301,20 en orden a los años 2015, 2014 y 2013.

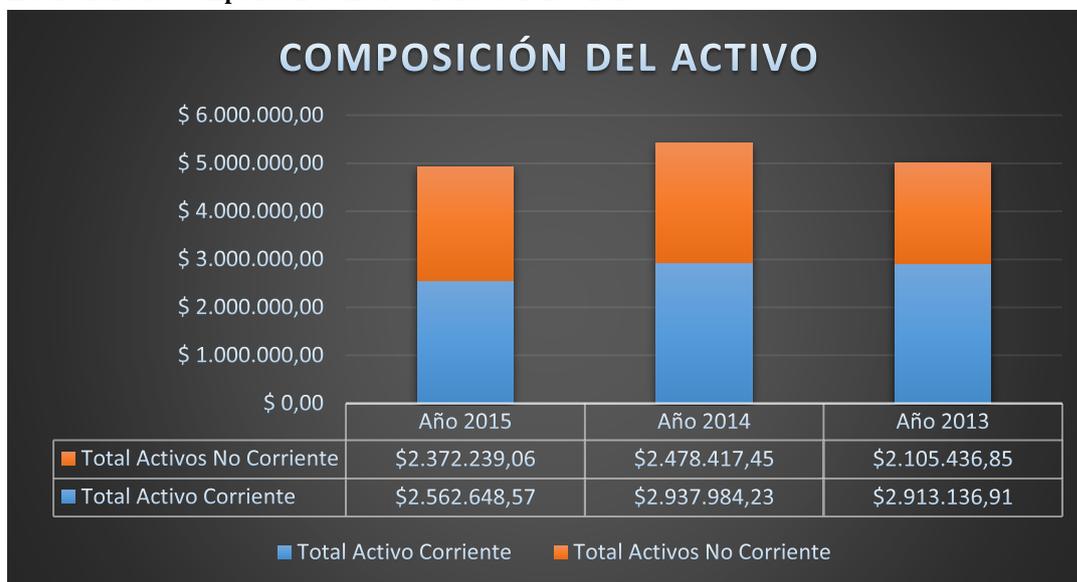
Ilustración 3.15 Estado de Situación financiera - Periodo 2013 - 2015



Elaboración: Las autoras

En el análisis de los Activos, tenemos activos corrientes que suman \$ 2.562.648,57; \$ 2.937.984,23 y \$ 2.913.136,91; en la cual se observa un crecimiento en el año 2014. El activo no corriente suma \$ 2.372.239,06; \$ 2.478.417,45; y \$ 2.105.436,85.

Ilustración 3.16 Composición de Activo - Periodo 2013 - 2015



Elaboración: Las autoras

Lo que respecta al pasivo, está compuesto por pasivo corriente y pasivo no corriente, teniendo un incremento en los pasivos corrientes de \$ 844.473,25; \$ 957.076,46 y \$ 681.853,99; correspondientes a cuentas por pagar proveedores donde se observa un

decrecimiento, pasivos acumulados, impuestos por pagar y otras cuentas por pagar. Los pasivos no corrientes están en \$ 1.374.586,72; \$ 1.701.283,37 y \$ 1.693.418,57.

Ilustración 3.17 Composición del Pasivo - Periodo 2013 - 2015



Elaboración: Las autoras

El Patrimonio incluye el Capital social por \$ 350.000,00, Aportes de accionistas por \$ 350.000,00 durante los tres años. Los resultados acumulados están en \$1.910.229,70; \$ 1.773.209,95 y \$ 1.343.488,03 y los resultados del ejercicio por (\$ 42.214,19); \$103.266,19 y \$ 429.721,92, siendo el 2013 el resultado más importante entre los tres años. El total de Patrimonio está por \$ 2.715.827,66; \$ 2.758.041,85 y \$ 2.643.301,20 respectivamente para cada año (ver Anexo 3).

3.5 ESTADO DE RESULTADOS

La Compañía obtuvo Ingresos por \$ 7.729.593,92; \$ 7.154.519,36 y \$ 6.023.464,62 en la cual se observa un crecimiento en ingresos para el año 2015; Costos de Ventas y Producción por \$ 6.389.601,79; \$ 5.533.321,39 y \$ 3.993.486,61 dando como resultado un margen bruto de \$ 1.339.992,13; \$ 1.621.197,97 y \$ 2.029.978,01 correspondiente al año 2015, 2014 y 2013 respectivamente en ese orden. De acuerdo a la información (ver Anexo 4)

Los gastos totales son de \$ 1.314.809,02; \$ 1.419.721,84 y \$ 1.389.565,38, de lo cual el gasto más representativo corresponden al área administrativa por \$ 799.247,80; \$912.026,82 y \$ 1.376.966,51; seguido por los gastos de ventas que suman \$ 309.463,34; \$25.510,11 y \$ 12.474,29; los gastos financieros por \$ 52.545,49; \$ 27.383,28 y \$ 124,58 se evidencia un crecimiento en esta cuenta en el año 2015.

En lo referente a los resultados netos, en los tres años fueron de (\$ 42.214,19); \$103.266,19 y \$ 429.721,92 luego de descontar la Participación de trabajadores e Impuesto a la renta.

El Estado de Resultado muestra que el año 2015, fue un periodo débil en relación a la venta en comparación con años anteriores, tomando en consideración que hubo incremento en los gastos, por lo cual ese año la compañía genero perdida en comparación con los otros períodos (ver Anexo 4).

3.5.1 ANÁLISIS HORIZONTAL

3.5.1.1 ANÁLISIS HORIZONTAL ESTADO DE RESULTADOS

La Compañía Anónima ha tenido un deterioro en el crecimiento financiero de la misma, lo que se refleja en la variación porcentual del resultado Integral de cada año.

Del año 2013 al 2014, las ventas muestran un crecimiento de \$1.109.699,11 con una variación porcentual del 18,40; dando una variación porcentual del 18.80% en el total de Ingreso entre dichos periodos. Los Costos de Ventas y Producción crecieron en \$ 1.539.834,78 equivalentes al 38,60%; en dicho periodo se obtuvo una declinación en el margen bruto del (20,10%).

Los gastos totales crecieron en un 2,20%; en la utilidad bruta presenta un decrecimiento (\$ 438.936,50), equivalente a (68,50%); la participación de trabajadores e impuesto a la renta disminuyeron en un (68,50%) y (40,70%) respectivamente; por

lo tanto la variación del Resultado Integral Total es de (\$ 326.455,73) equivalente a una reducción en la utilidad neta del (76,00%).

Del año 2014 al 2015, las ventas crecieron un 5,40% equivalente a \$386.689,52; los Otros ingresos ascendieron al 839,00%; el total de ingresos aumentaron un 8,00%. Los Costos de Ventas y Producción se incrementaron un 15,50% equivalente a \$ 856.280,40; el margen bruto se comprimió un (17,30%) en (\$281.205,84).

Los gastos totales se redujeron en (\$ 104.912,82), equivalente al (7,40%), dentro de los cuales el gasto de ventas incremento un 22,10% y el gasto financiero aumento un 91,90%; en los resultados antes de impuestos presenta una reducción del (87,50%); las participaciones de trabajadores e impuesto a la renta muestran una variación del (87,50%) y (6,40%) respectivamente, lo que arrojó variación negativa en el Resultado Integral Total de (\$ 145.480,38) equivalente al (140,90%).

Pese a que la compañía ha mostrado incremento en sus ventas, mostrando un crecimiento desde el año 2013 al año 2015 del 28,30%, y una reducción en sus gastos del (5,40%), el resultado integral del año disminuyo un (109,80%) (Ver Anexo 5).

3.5.1.2 Análisis Horizontal – Balance General

El balance General muestra la siguiente variación dentro del año 2013 al 2014. El total de efectivos y equivalentes muestra un decrecimiento del (64,00%) equivalente a (\$130.617,41); la cuenta de total de activos financieros decreció en un (0,30%), sin embargo una de las cuentas más importantes de este grupo aumentaron en un (100,00%), las cuenta clientes, lo cual se debe en gran medida a los productos de calidad ofrecidos, nuevos clientes, posicionamiento del mercado, mayor producción; dentro del total de inventarios que muestra una variación del 13,80%, el rubro más considerable corresponde al inventario de Productos Terminados lo cual corresponde al 29,30% equivalente a \$ 294.402,27; arrojando como resultado un crecimiento en los activos corrientes del 0,90% en \$ 24.847,32. Los activos no corrientes variaron en un 17,70%; el incremento del activo total dentro del periodo analizado es de \$ 397.827,92 en variación porcentual del 7,90%.

Sin embargo, el pasivo muestra un incremento del 11,90% en \$283.087,27; dentro de este grupo el pasivo corriente es quien tiene un crecimiento mayor de 40,40% mientras que el pasivo no corriente tuvo una variación del 0,50%.

En lo referente al patrimonio muestra una variación en sus reservas del 6,78% en \$11.474,46; los resultados acumulados variaron en un 32,00% y el resultado presente del ejercicio decreció en un (76,00%) en (\$326.455,73).

Del año 2013 al 2015, los activos decrecieron (1,70%) en (\$83.686,13), en el cual, la variación más representativa la muestra el total de la cuenta de inventarios en (\$511.481,71) es decir el (44,00%), seguido de un decrecimiento de Efectivos y Equivalentes en (4,70%), con un incremento en el total de activos financieros del 11,00%; dando como resultado en conjunto una variación del (12,00%) del total de activo corriente, y un crecimiento del total de activo no corriente del 12,70%.

El pasivo muestra un decrecimiento del (6,60%) en (\$156.212,59); dentro de este grupo el pasivo corriente es quien tiene un crecimiento de 23,90% mientras que el pasivo no corriente tuvo una variación del (18,80%).

En lo referente al patrimonio muestra una variación en reservas del (13,10%) en (\$22.279,10); los resultados acumulados variaron en un 42,20% y el resultado presente del ejercicio decreció en un (109,80%) en (\$ 471.936,11).

Del año 2014 al 2015, los activos decrecieron 8,90% en (\$481.514,05), en el cual, la variación más representativa la muestra el total de la cuenta de inventarios en (\$671.560,53) es decir el (50,80%), la cuenta de Efectivos y Equivalentes tiene un incremento significativo del 164,40%, con un incremento en el total de activos financieros del 11,40%; dando como resultado en conjunto una variación del (12,80%) del total de activo corriente, y una variación del total de activo no corriente del (4,30%).

El pasivo muestra un decrecimiento del (16,50%) en (\$439.299,86); dentro de este grupo el pasivo corriente tiene un decrecimiento de (11,80%) mientras que el pasivo no corriente tuvo una variación del (19,20%).

En lo referente al patrimonio muestra una variación en reservas del (18,60%) en (\$33.753,56); los resultados acumulados variaron en un 7,70% y el resultado presente del ejercicio decreció en un (140,90%) en (\$145.480,38) (Ver Anexo 6).

3.5.2 ANÁLISIS VERTICAL

3.5.2.1 Análisis Vertical – Estado de Pérdidas y Ganancias

Para esta evaluación se considera como base el total de los ingresos, para posterior a ello analizar cómo están distribuidos los gastos generales de la compañía, todo con referencia a los años 2015, 2014 y 2013 respectivamente.

En el año 2015, los otros ingresos representan el 2,70%, los Costos de Ventas y Producción son equivalentes al 82,70%; dejando un margen bruto del 17,30% sobre las ventas, los gastos operacionales equivalen al 17,00% de las ventas que incluyen los gastos de ventas, administrativos y financieros. El resultado antes de impuestos representa el 0,30%, el impuesto a la renta el 0,80% dando un déficit del (0,50%) de Utilidad en el año sobre las ventas totales, se observa una pérdida por el estancamiento ocurrido en la economía del país, pero no tan significativo dado que los resultados históricos han sido positivos.

En el año 2014, los otros ingresos figuran tan sólo el 0,30%, los Costos de Ventas y Producción son equivalentes al 77,30%; dejando un margen bruto del 22,70% sobre las ventas, los gastos operacionales equivalen al 19,80% de las ventas que incluyen los gastos de ventas, administrativos y financieros. La utilidad bruta representa el 2,80%, las participaciones de trabajadores son 0,40% y el impuesto a la renta el 1,00% dejando un 1,40% de utilidad para el año, se observa un resultado positivo que beneficia futuros ejercicios.

El año 2013, los Costos de Ventas y Producción son equivalentes al 66,30%; dejando un margen bruto del 33,70% sobre las ventas, los gastos operacionales equivalen al

23,10% de las ventas que incluyen los gastos de ventas, administrativos y financieros. La utilidad bruta equivale al 10,60%, la participación de trabajadores es de 1,60% y el impuesto a la renta el 1,90% dando una utilidad del 7,10% sobre las ventas totales, un buen resultado que demuestra lo rentable del negocio. Tal como se aprecia en la (Ver Anexo7), Análisis vertical del estado de resultados en los años 2015, 2014 y 2013.

3.5.2.2 Análisis Vertical – Balance General

El objetivo del análisis vertical del Estado de Situación Financiera es observar y comprobar los activos de la empresa, también medidos en los años 2015, 2014 y 2013 respectivamente.

En relación al año 2015, los activos denominados efectivo y equivalentes representan el 3,90%, los activos financieros representan el 34,80%; el inventario un 13,20%; y los activos no corrientes el 48,10% de los activos totales. El activo corriente corresponde al 51,90% de los activos totales.

En lo concerniente al pasivo y el patrimonio, el pasivo corriente es de un 17,10%, donde se observan el movimiento de cuentas por pagar con el 16,40%; obligaciones financieras el 0,20%; y otras obligaciones corrientes por 0,50%. El pasivo no corriente es del 27,90%. El patrimonio equivale al 55,00%, donde el capital equivale al 7,10%, Resultado acumulado de 38,70%; aportes de accionistas del 17,10% reservas de capital el 3,00% y la cuenta de Resultado presente ejercicio en -0,9%.

En el año 2014, los activos efectivos y equivalentes representan el 1,40%, los activos financieros de 28,50%; el inventario constituye el 24,40%; y los activos no corrientes el 45,80% de los activos totales. El activo corriente equivale el 54,20% de los activos totales.

El pasivo corriente corresponde al 17,70%, donde tenemos cuentas por pagar del 10,20%; obligaciones financieras del 0,40% y otras obligaciones corrientes por 7,10%. El pasivo no corriente representa el 31,40%. El patrimonio es de 50,90%, dentro del cual cuenta de capital es de 6,50%, Resultados acumulados de 32,70%; aportes de accionistas de 6,50% reservas de capital de 3,40% y la cuenta de Resultado de ejercicio de 1,90%.

Para el año 2013, en la cuenta de activos, el efectivo y equivalentes corresponde al 4,10%, activos financieros de 30,80%; inventario de 23,20%; y activos no corrientes del 42,00%. El activo corriente corresponde al 58,00% de los activos totales.

El pasivo corriente representa el 13,60%, donde se tiene cuentas por pagar del 5,60%; Impuestos por pagar de 1,00% y otras obligaciones corrientes de 6,90%. Del pasivo no corriente tenemos el 33,70%; y de patrimonio un 52,70% donde el capital es de un 7,00%, Resultados acumulados de 26,80%; aportes de accionistas de un 7,00% reservas de capital de 3,40% y Resultados de ejercicio equivalente al 8,60% (Ver Anexo 8).

3.6 INDICADORES FINANCIEROS

Tabla 3.4 Indicadores financieros de Liquidez – Período 2013- 2015

COMPAÑÍA ANONIMA				
Indicadores de Liquidez		Año 2015	Año 2014	Año 2013
Índice de Liquidez	Activo Corriente	3,03	3,07	4,27
	<u>Pasivo Corriente</u>			
Prueba ácida	Activo Corriente - Inventario	2,26	1,69	2,57
	<u>Pasivo Corriente</u>			
Capital de Trabajo	Activo Corriente - Pasivo	\$	\$	\$
	Corriente	1.718.175,32	1.980.907,77	2.231.282,92

Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaboración: Las Autoras

Dentro de este análisis se iniciará evaluando los indicadores de liquidez; pudiendo observar que se presenta una disminución de liquidez en la compañía desde el año 2013 al 2015. Las obligaciones corrientes del año 2015 suman \$ 844.473,25 y activos corrientes de \$ 2.562.648,57 que son cubiertas en 3,03 veces; pero al restar los

inventarios el índice de prueba acida nos indica que sus pasivos solo son cubiertos 2,26 veces; se puede observar como el fondo maniobra ha disminuido considerablemente desde el año 2013 al año 2015, dejando un capital de trabajo al año 2015 de \$1.718.175,32.

Tabla 3.5 Indicadores Financieros de Eficiencia- Período 2013 – 2015

COMPAÑÍA ANONIMA				
Indicadores de Eficiencia		Año 2015	Año 2014	Año 2013
Días de Rotación de CxC	360	76	78	94
	$\frac{\text{Ventas Acum.}}{\text{CxC}}$			
Días de Rotación de CxP	Cuentas por Pagar * 360	46	36	26
Proveedores	$\frac{\text{Costo de Venta}}{\text{Cuentas por Pagar}}$			
Rotación del Total de Activos	$\frac{\text{Ventas Acumuladas}}{\text{Activos}}$	1,5	1,3	1,2
Ciclo de Caja	(+) Días de Recuperación Cartera	76	78	94
	(+) Días de Rotación Inventarios	118	50	41
	(-) Días de Pagos Proveedores	(46)	(36)	(26)
	(=) Ciclo de Caja	148	93	110

Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaboración: Las Autoras

Por consiguiente, los indicadores de eficiencia, la rotación de cuentas por cobrar muestra que se recupera la cartera en promedios de 76, 78 y 94 días, respectivamente para cada año. A los proveedores se les ha cancelado en un promedio de 46, 36 y 26 días. El año 2015 fue el mejor indicador por cada dólar de activo se genera \$ 1,50 de ventas. En cuanto al ciclo se evidencia que debe mejorar el tiempo de

rotación de inventarios, para poder disminuir el ciclo de caja de 148, 93 y 110 días respectivamente para cada año.

Tabla 3.6 Indicadores Financieros de Endeudamiento - Período 2013 – 2015

COMPAÑÍA ANONIMA				
Indicadores de Endeudamiento		Año 2015	Año 2014	Año 2013
Razón de Deuda / Activos	Pasivos	45,00%	49,10%	47,30%
	Activos			
Razón de Deuda a Capital	Pasivos	81,70%	96,40%	89,90%
	Patrimonio			
Razón de Cobertura Financiera	Gasto financiero	208,70%	13,60%	0,02%
	Utilidad Operativa			

Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaboración: Las Autoras

Los indicadores de endeudamiento señalan que la participación de los acreedores es del 45,00%, 49,10% y 47,30% sobre el total de los activos; la compañía muestra un nivel de endeudamiento alto con su acreedores, es decir el 81,70%, 96,40% y 89,90% de su patrimonio se encuentra comprometido; la razón cobertura financiera muestra un 208,70%, 13,60% y 0,02% respectivamente.

Tabla 3.7 Indicadores financieros de Rentabilidad - Período 2013-2015

COMPAÑÍA ANONIMA				
Indicadores de Rentabilidad		Año 2015	Año 2014	Año 2013
Margen Bruto	$\frac{\text{Margen Bruto}}{\text{Ventas Acumuladas}}$	17,80%	22,70%	33,70%
Margen Neto	$\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Ventas Acumuladas}}$	-0,60%	1,50%	7,10%
Indicadores de Rendimiento		Año 2015	Año 2014	Año 2013
ROI	$\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Activos}}$	-0,90%	1,90%	8,60%
ROE	$\frac{\text{Utilidad Neta}}{\text{Patrimonio}}$	-1,60%	3,70%	16,30%

Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaboración: Las Autoras

Entre los indicadores de rentabilidad y de rendimiento, el margen bruto el cual nos muestra que la rentabilidad del 17,80%, 22,70% y 33,70%; sin embargo el margen neto nos refleja que los gastos han mermado la utilidad dejando un margen del (0,60%), 1,50% y 7,10%.

El retorno sobre la inversión ROI, mide la rentabilidad sobre la inversión, en este análisis se observa que se ha deteriorado (0,90%), 1,9% y 8,60%; la rentabilidad del capital ROE, mide la rentabilidad para los inversionistas, (1,60%), 3,70% y 16,30%.

3.7 CALCULO DEL COSTO DE CAPITAL PROMEDIO PONDERADO

Costo promedio ponderado de capital o también conocido por sus siglas en Inglés WACC, nos ayudará a determinar el índice de rentabilidad que tendrá el proyecto.

Como lo señalan algunos autores, (Ross & Westerfield & Jaffe, 2012), donde determinan que es más viable determinar el WACC, basado en ponderaciones del mercado, que tomando ponderaciones del valor en libros.

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

Ke= Costo de oportunidad los accionistas.

CAA= Capital aportado por los accionistas.

D= Deuda financiera contratada.

Kd= Costo de la deuda.

T= Tasa de impuesto.

El costo de oportunidad de los accionistas (Ke) resulta de la tasa libre de riesgo (Rf), más la beta apalancada del segmento del negocio (β) por la prima de riesgo donde la prima de riesgo es (Rm - Rf). Tal como lo menciona (Ross & Westerfield & Jaffe, 2012).

$$Ke = Rf + \beta (Rm - Rf)$$

De acuerdo a lo señalado en el libro de Finanzas Corporativas (ROSS, WESTERFIELD, & JAFFE, 2012, p.405) el beta de capital se obtiene de la relación de la beta de los activos de una empresa y de su capital accionario con impuestos. Expresada en la siguiente fórmula.

$$\beta_{capital} = \beta_{activo} * \left[1 + (1 - t) \frac{Deuda}{Patrimonio} \right]$$

El costo de la Deuda o costo de endeudamiento de acuerdo a lo mencionado en Finanzas Corporativas (ROSS, WESTERFIELD, & JAFFE, 2012, p.410-411), indica que para obtener el costo de la deuda después de impuesto se debe tener la tasa de endeudamiento (Kd) y la tasa tributaria (t) para proceder a reemplazar los datos en la fórmula a continuación.

Costo de la deuda después de impuestos

$$= (1 - \text{tasa tributaria}) * \text{tasa de endeudamiento}$$

De acuerdo a Ross, Westerfield y Jaffe en su libro (Finanzas Corporativas, 2012, p.316-317) puntualizan la diferencia entre un rendimiento promedio aritmético y un rendimiento promedio geométrico, dejando claro que el promedio geométrico muestra lo que realmente se ganó. Mientras que el promedio aritmético arroja lo que se gana en un año típico. Por lo señalado, en el presente estudio para obtener el riesgo de mercado será mediante el cálculo de un promedio geométrico, ya que de este modo obtenemos la experiencia histórica real de la inversión.

Partiendo de los conceptos mencionados en párrafos anteriores se procede a calcular el WACC mediante el sistema de ponderaciones de valor del mercado, debido a que esta ponderación tiene mayor aproximación a la realidad del costo de la acción en caso de venta (ROSS, WESTERFIELD, & JAFFE, 2012, p.414).

3.7.1 COSTO DE CAPITAL PROMEDIO PONDERADO.- TITULARIZACIÓN / EMISIÓN DE OBLIGACIONES

Para este estudio la tasa de endeudamiento es del 8,00%, debido a que actualmente la compañía no mantiene obligaciones adquiridas se toma solo en consideración la tasa de la Obligación a adquirir.

Tabla 3.8 Tasa Fiscal para Ecuador - año 2016

TASA FISCAL PARA ECUADOR AÑO 2016		
	DOLARES	REPRESENTACIÓN PORCENTUAL
BASE IMPONIBLE	\$ 100,00	100,00%
PARTICIPACION A TRABAJADORES	\$ 15,00	15,00%
BENEFICIOS ANTES DE IMPUESTO A LA RENTA	\$ 85,00	85,00%
IMPUESTO A LA RENTA 22%	\$ 18,70	18,70%
UTILIDAD FISCAL	\$ 66,30	66,30%
PARTICIPACION PARA TRABAJADORES	15,00%	
IMPUESTO A LA RENTA	18,70%	
TASA FISCAL	33,70%	

Elaboración: Las Autoras

Tal como se puede observar en la tabla 3.8, la tasa fiscal para Ecuador en el año 2016 es del 33,70%, la cual corresponde al 15,00% de participación de trabajadores, más el 18,70% del Impuesto a la renta. La tasa libre de riesgo, a considerar para el análisis de los bonos de Estados Unidos, es de 3,06%.

De acuerdo a los indicadores de (Damodaran, 2016) , considerando el beta desapalancado del sector de embalaje (ver anexo 21), se procede a traerlo al apalancamiento operativo de la empresa, representado en la ecuación a continuación, dando como resultado un beta de 1,68.

$$\beta = 0.88 * \left(1 + (1 - 33.70\%) \left(\frac{3.719.059,97}{2.715.827,66} \right) \right)$$

La prima de riesgo como detalla Stephen A. Ross en (Finanzas Corporativas, 2012, p.311-312), resulta de la media geométrica de los bonos Gubernamentales a largo plazo menos el certificado del tesoro de los Estados Unidos. Por lo citado, en el presente estudio se tomará la rentabilidad media geométrica de S&P 500 de 5,75% y el rendimiento promedio de los certificados del tesoro del 3,06%, quedando una prima de 2,69% (Ver Anexo 9 y 10).

De acuerdo al informe mensual presentado por el Banco Central del Ecuador, el riesgo País es obtenido utilizando la metodología del índice EMBI para países emergentes (Banco Central, 2016), que para el estudio corresponde al 8,56%.

Según lo indicado en el paper de Estimating Equity Risk Premiums (Damodaran, Estimating Equity Risk Premiums, 1998), el riesgo país debe ser incorporado en el costo de capital. Para obtener un costo con acercamiento a la economía de cada país emergente.

Tabla 3.9 Datos para calcular el WACC

TASA DE ENDEUDAMIENTO	8,00%
TASA FISCAL	33,70%
TASA DE CERTIFICADO DEL TESORO/ TASA LIBRE DE RIESGO Rf	3,06%
BETA	1,68
RIESGO PAIS	8,56%

RENDIMIENTO DE MERCADO	5,75%
PRIMA DE RIESGO DEL MERCADO $R_m - R_f$	2,69%

Elaboración: Las Autoras

Debido a la necesidad de tener una información directamente vinculada a la economía del País el costo de capital (K_e) de 16,15%, se obtuvo de la tasa libre de riesgo de 3,06%, más el beta Apalancado de 1,68 por la diferencia del rendimiento del mercado con la tasa libre de riesgo y este resultado le sumamos el riesgo país.

$$K_e = 3.06\% + 1.68 (5.75\% - 3.06\%) + 8.56\%$$

El costo de la deuda después de impuestos es del 5,30%, que resulta del 8,00% de la tasa de endeudamiento y de la tasa fiscal es del 33,70%, reemplazados en la formula.

$$\text{Costo de la deuda después de impuestos} = (1 - 33,70\%) * 8,00\%$$

La tasa de descuento a utilizar para el presente estudio de los flujos futuros de inversión, mediante titularización será del 9,88%, el cual representa el costo promedio ponderado de capital para la compañía anónima.

Tabla 3.10 WACC Emisión de Obligaciones y Titularización

COMPAÑÍA ANONIMA				
WACC CON TITULARIZACIÓN / EMISION DE OBLIGACIONES				
COMPONENTE DE FINANCIAMIENTO	VALORES DE MERCADO	PONDERACIONES	COSTO DE CAPITAL (Después del imp.corporativo)	COSTO PONDERADO DE CAPITAL
DEUDA	\$ 3.719.059,97	57,80%	5,30%	3,07%
CAPITAL	\$ 2.715.827,66	42,20%	16,15%	6,81%
TOTAL	\$ 6.434.887,63	100,00%		9,88%

Elaboración: Las Autoras

Debido a que la tasa de emitir títulos y emisiones, para nuestro análisis es del 8,00%, y equivale al mismo monto del préstamo de \$ 1.500.000,00. No representaría ninguna variación en el WACC en los dos escenarios.

3.7.2. COSTO PROMEDIO PONDERADO DE CAPITAL- PRESTAMO BANCARIO

Tal como se menciona en párrafos anteriores, se toma en consideración los mismos componentes para el análisis del WACC, con la única diferencia en la variación de porcentaje con financiamiento bancario.

Se considera una tasa por préstamo bancario del 11,23%, otorgada por la institución donde se realizaría el préstamo (Banco Pichincha, 2016). Para este análisis solo se considera dicho porcentaje de préstamo, debido a que la compañía no mantiene otras obligaciones adquiridas con intereses a cancelar.

Los datos referentes a las tasas que se empleará a continuación se muestran en la tabla 3.11:

Tabla 3.11 Datos para el Cálculo del WACC - Préstamo Bancario

TASA DE ENDEUDAMIENTO	11,23%
TASA FISCAL	33,70%
TASA DE CERTIFICADO DEL TESORO/ TASA LIBRE DE RIESGO Rf	3,06%
BETA	1,68
RIESGO PAIS	8,56%
RENDIMIENTO DE MERCADO	5,75%
PRIMA DE RIESGO DEL MERCADO Rm-Rf	2,69%

Elaboración: Las Autoras

Como se observa en la tabla 3.12, el costo promedio ponderado de capital, mediante financiamiento bancario es de 11,12%.

Tabla 3.12 WACC Préstamo Bancario

COMPAÑÍA ANONIMA

WACC CON PRESTAMO BANCARIO

COMPONENTE DE FINANCIAMIENTO	VALORES DE MERCADO	PONDERACIONES	COSTO DE CAPITAL (Después del imp. corporativo)	COSTO PONDERADO DE CAPITAL
DEUDA	\$ 3.719.059,97	57,80%	7,45%	4,30%
CAPITAL	\$ 2.715.827,66	42,20%	16,15%	6,81%
TOTAL	\$ 6.434.887,63	100,00%		11,12%

Elaboración: Las Autoras

3.8 CAPITAL DE TRABAJO

Como consideración de los recursos que la compañía necesita para su operatividad, se procederá a calcular el incremento de las cuentas por cobrar, cuentas por pagar y el de los inventarios. Que será tomado para el flujo de caja con inversión y sin inversión respectivamente en cada escenario.

Ilustración 3.18 Capital de Trabajo



Elaboración: Las autoras

Ver anexo 11 y anexo 12, donde se puede observar el incremento anual para cada cuenta tomada para el cálculo del capital de trabajo.

Se puede observar la necesidad de un incremento en el capital de trabajo debido a que se va necesitar incurrir en costos adicionales para poder operar en la puesta en marcha

de la nueva maquinaria, mano de obra, materia prima y otros insumos adicionales para el nuevo proyecto a implementarse.

3.9 FLUJO DE EFECTIVO SIN INVERSION

Para la proyección de los flujos de efectivo, se consideran para las ventas la proyección asignada al área comercial, la cual crece en un 12,00% cada año. El cálculo de los costos variables representa el 72,00% de las ventas, con un incremento anual del 2,00%. Los gastos fijos incrementan en un 3,00% para los gastos del área de ventas y en cuanto al área administrativa incrementaran en un 2,00% anual.

Ver anexo 13, flujo de efectivo sin inversión. Es necesario señalar que dicho flujo será considerado para calcular el flujo de efectivo incremental en los tres escenarios.

3.10 FLUJO DE EFECTIVO CON FINANCIAMIENTO

La proyección de los flujos de efectivo con financiamiento, se considera un incremento del 15,00% para las ventas de cada año. Los costos representan el 70,35% de las ventas y se estima un incremento del 0,35% adicional para cada año.

Los gastos incrementan en un 3,00% para los gastos del área de ventas y en cuanto al área administrativa incrementaran en un 2,00% anual.

En el flujo de efectivo mediante préstamo bancario se puede observar el gasto generado por el interés, el cual fue identificado en la tabla de amortización en capítulos anteriores, (ver Anexo 14).

Respecto al financiamiento con titularización y emisión de obligaciones se contemplan los costos de cada emisión, como se puede apreciar en (Anexo 15 y 16) respectivamente.

3.11 FLUJO DE EFECTIVO INCREMENTAL

Después de haber obtenido el flujo de efectivo con inversión y sin inversión, se puede obtener el flujo de efectivo incremental, que se resulta de la resta del flujo de efectivo con inversión, menos el flujo de efectivo sin inversión.

En el libro de Preparación y evaluación de proyectos (Nassir Sapag, 2000), los costos diferenciales expresan el incremento o disminución de los costos totales que implican en la implementación de los proyectos. Por ello estos resultados son los que se deben utilizar para la toma adecuada de una decisión.

En la aplicación de este método se podrá conocer cuál de las tres alternativas de financiamiento es más rentable para la compañía. Se puede observar (Anexo 17, 18 y 19) para cada escenario respectivo.

3.12 COSTO DE OPORTUNIDAD

En lo que concierne al costo de oportunidad debemos analizar el objetivo principal de los agentes económicos en cuestión como es la maximización de sus beneficios financieros y económicos.

Se considera que el costo de oportunidad es la asignación del valor de la mejor opción no realizada significa que en el presente caso la decisión empresarial de invertir o financiar la compra de la maquinaria estaría definida por el criterio a través del cual lo adquirimos, que para el presente caso estaría dado por tres opciones, que serían el financiamiento bancario, la emisión de obligaciones y la titularización.

En la tasa interna de retorno están incluido los costos de estructuración, operación y pago del proceso de titularización.

Tabla 3.13 Resultados de la TIR

TIR Titularización	28,43%
TIR Emisión de Obligaciones	26,81%

TIR Préstamo Bancario	27,34%
-----------------------	--------

Elaboración: Las Autoras

De acuerdo al cuadro presentado anteriormente claramente se observa que la tasa interna de retorno más atractiva es la de la titularización por 28,43%, la segunda opción más beneficiosa a los intereses empresariales es la del préstamo bancario, esto significa que el costo de oportunidad es considerablemente pequeño lo que representa que el sacrificio económico entre la opción escogida y la segunda opción es mínima.

Una variable a considerar en cualquier análisis de costo de oportunidad es la temporalidad con la cual se recibiría los flujos de dinero producto de la titularización a diferencia de un préstamo bancario que la obtención de fondos sería mucho más rápido que la opción escogida. Sin embargo, debido a que la compañía cuenta con un equipo para la fabricación de stretch se continúa fabricando sin riesgo de perder ventas, para de esta forma poder esperar a recibir los fondos necesarios para la adquisición de la maquina mediante el financiamiento más rentable que para el estudio está representado por la titularización. Lo cual representa nuestro costo beneficio de mantener una máquina para la fabricación del producto, dando tiempo necesario para la ejecución del proceso que genere mayor rentabilidad. Con esto se logra aprovechar el efectivo y a su vez a la tabla de amortización de la deuda puede ser generada de acuerdo a mejor alternativa a considerar para el pago de los intereses y capital.

3.13 ANÁLISIS DE VENTAJAS Y DESVENTAJAS

Tabla 3.14 Ventajas y Desventajas de cada Proceso

COMPAÑÍA ANONIMA	
PRESTAMO BANCARIO	
WACC 11,12% - VAN \$ 451.234,92 - TIR 27,34%	
VENTAJAS	DESVENTAJAS
Proceso de solicitud más corto	Tasa de Interés alta de 11,23%

	Seguro Desgravamen del 0,26% WACC alto por la tasa de interés Garantías Altas
--	---

TITULARIZACION

WACC 9,88% - VAN \$ 537.817,86 - TIR 28,43%

VENTAJAS	DESVENTAJAS
----------	-------------

Tasa de Interés baja 8,00% No representa cargo en historial crediticio Mejor VAN y TIR	Proceso de solicitud más largo
--	--------------------------------

EMISIÓN DE OBLIGACION

WACC 9.88% - VAN \$504.232,20 - TIR 26,81%

VENTAJAS	DESVENTAJAS
----------	-------------

Tasa de Interés baja 8,00% No representa cargo en historial crediticio Mejor VAN y TIR	Costos altos Proceso de solicitud más largo
--	--

Elaboración: Las Autoras

CAPITULO 4. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

4.1. CONCLUSIONES

Con el fin de alcanzar el objetivo general, se inició estudiando el posicionamiento de la compañía en base a un estudio de mercado, el cual representa nuestro primer objetivo específico. Demostrando con la información histórica como la Compañía se ha mantenido creciendo en sus niveles de ventas anuales, dejando como constancia que dentro de un estudio realizado del posicionamiento, competidores y capacidad de producción, de una muestra tomada dentro de los cuatro principales competidores, Compañía anónima representa el 19,00% de participación en el mercado. De acuerdo a los índices de crecimiento sostenido que se basa en una mejora de calidad e incremento de nuevas líneas de producción.

Con la finalidad de conocer más sobre la situación financiera de la compañía, para alcanzar el segundo objetivo específico, se planteó analizar los indicadores financieros mediante los cuales se puede observar como la Compañía obtuvo un déficit en su utilidad del año anterior, debido al incremento en sus gastos totales, lo cual es evidente en el análisis vertical y horizontal realizado a la Compañía.

El tercer objetivo específico, menciona evaluar las posibles fuentes de financiamiento. Entre los mecanismos estudiados se tomó para el análisis del mercado de valores dos opciones, la titularización y la emisión de obligaciones que son financiamientos no tradicionales, con respecto al sector bancario se consideró un préstamo que es un método de financiamiento tradicional. Las dos primeras opciones disponen una interacción entre el inversionista y el emisor de títulos valores, regulados por un organismo de control que equivale a un arbitraje para la protección al inversionista, transparencia, que la información sea simétrica, clara, veraz, completa y oportuna, se realicen buenas prácticas corporativas. La segunda opción que es la más utilizada en el ámbito empresarial, sin embargo es la que se trata en esta investigación dejar de lado para fomentar las dos anteriores.

La alternativa más rentable demostrada en nuestro análisis es la titularización, debido a que muestra que se logra obtener una TIR de 28,43% y un VAN de \$ 537.817,86 más atractiva en el mercado de valores comparada con las otras dos opciones de emisión de obligaciones y préstamo bancario. Con este mecanismo la compañía diversifica su

financiamiento, con tasas competitivas sin que afecte la composición del balance general, porque todo el registro se maneja de forma independiente dentro el patrimonio autónomo. Con ello se logró alcanzar nuestro cuarto objetivo determinar cuál alternativa es más rentable para la compañía.

En cada uno de los puntos analizados se pudo observar el estado financiero de la compañía, y se consiguió conocer cada ventaja que tienen los tres procesos de financiamiento, para del mismo modo poder identificar las desventajas de cada proceso. Manteniendo financiamiento para la adquisición de la nueva máquina, la compañía obtendrá un mejor nivel de rentabilidad que se ve reflejado en su utilidad neta, incluso después de haber cubierto sus obligaciones adquiridas. Al titularizar la compañía obtiene un nivel bajo de deuda y el mayor retorno de la inversión esperada, a diferencia de la emisión de obligaciones y préstamo bancario cuya rentabilidad es aceptable.

4.2. RECOMENDACIONES

En base a los resultados mostrados en el estudio se recomienda, a la titularización como mejor fuente de financiamiento dejando a la empresa una buena rentabilidad, que le ayudará a obtener los recursos necesarios, para los objetivos que busca la compañía.

Con ello podrá ampliar los nichos de mercado, en otras regiones del país en donde busca afianzarse, teniendo la liquidez necesaria para mejorar la calidad y cantidad de producción.

Tomando la titularización como mecanismo para financiarse, en caso de necesitar ampliarse con préstamos bancarios, no tendría restricciones para solicitarlo o a su vez poder iniciar otro proceso de titularización u otro mecanismo de financiamiento en mercado de Valores.

Adicional a ello la empresa debe mantener un control en los costos y gastos, para no mermar la utilidad como ocurrió en el año 2015.

REFERENCIAS

- Asamblea Nacional. (2014). *Ley de Mercado de Valores*. Manta: Asamblea Nacional.
- Banco Central. (2016). *Riesgo país*. Obtenido de Banco Central: <https://www.bce.fin.ec/index.php/indicadores-economicos>
- Banco Pichincha*. (04 de 2016). Obtenido de <https://www.pichincha.com/portal/>
- Bolsa de Valores de Guayaquil. (2012). Diccionario de Economía y Finanzas de la Bolsa de Valores de Guayaquil .
- Bolsa de Valores Guayaquil. (2016). *Historia*. Guayaquil: Bolsa de Valores de Guayaquil.
- Bolsa de Valores Quito. (2016). *Antecedentes Historicos*. Quito: Bolsa de Valores Quito.
- Bolsa de Valores Quito, B. (2016). *Cómo estructurar un proceso de titularización de activos* . Quito: Manual de Inscripción .
- Centro de Estudios para el Desarrollo Exportador. (2006). *Un análisis de las alternativas de financiación para las Pyme exportadoras*. Buenos Aires.
- Damodaran. (1998). *Corporate finance- Instructor's manual applied corporate finance second edition*. Stern School of Business.
- Damodaran. (1998). Estimating Equity Risk Premiums. *Stern School of Business*, 16-17.
- Damodaran*. (2016). Obtenido de http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
- Damodaran*. (2016). Obtenido de http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html
- Duarte. (2013). *La Titularización como fuente eficiente de financiamiento*. San Salvador: El Economista.
- Economipedia. (s.f.). *Coste de la deuda*. Obtenido de <http://economipedia.com/definiciones/coste-de-la-deuda-kd.html>
- El Universo . (23 de 05 de 2003). Deuda externa . *El Universo* .
- El Universo. (26 de 10 de 2015). Con recortes, empresas buscan ajustar balances. *El Universo*.
- Enciclopedia Financiera. (2016). *Historia de los Mercados de Valores*. Enciclopedia Financiera.
- Garcia. (2003). *Valoración de Empresas Gerencias del Valor*. Cali: Prensa Moderna Impresores.

- Ley de Mercado de Valores, CRET-152-2014 (Asamblea Nacional Nacional del Ecuador 12 de 03 de 2014).
- Ley de Mercado de Valores. (2014). Del Objeto y Ambito de Aplicación de la Ley. *Ley de Mercado de Valores*, 1.
- Orozco. (18 de 06 de 2014). Ecuador vendió sus primeros 'bonos' para construir el tren de Alfaro. *El Comercio*.
- Orozco. (22 de 04 de 2015). 10 nuevos tipos de crédito están en vigencia en Ecuador. *El Comercio*.
- Ross & Westerfield & Jaffe. (2012). *Finanzas Corporativas*. Mexico: MC Graw Hill.
- Ross & Westerfield & Jeff. (2012). *Finanzas Corporativas*. Mexico: MC Graw Hill.
- Sapag. (2000). *Preparación y Evaluación de Proyectos*. Chile: McGraw-Hill Interamericana.
- Stephens. (2011). *El Fideicomiso de Titularización de flujos futuros como sujeto pasivo del Impuesto a la Renta*. Guayaquil.
- Tamayo, M. (1999). *Aprender a Investigar. Módulo 2: La investigación*. Bogotá, Colombia: ICFES.
- Yahoo finance* . (2016). Obtenido de <https://finance.yahoo.com/bonds>

ANEXOS

Anexo 1 Costo del Proceso de Titularización

COMPañIA ANONIMA								
Costos del Proceso de Titularización								
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	TOTAL	OBSERVACIONES
Estructuración	\$ 9.000,00						\$ 9.000,00	Un solo pago 0,6%
Honorarios de agente de manejo	\$ 7.200,00	\$ 14.400,00	\$ 14.400,00	\$ 14.400,00	\$ 14.400,00	\$ 14.400,00	\$ 79.200,00	Mensual a pagar \$1.200,00
Honorarios Notario	\$ 2.500,00						\$ 2.500,00	
Honorario Auditoria	\$ 2.000,00	\$ 2.000,00	\$ 2.000,00	\$ 2.000,00	\$ 2.000,00	\$ 2.000,00	\$ 12.000,00	Anuales
Inscripción en la Superintendencia	\$ 750,00						\$ 750,00	Un solo pago
Bolsa de Valores	\$ 1.350,00						\$ 1.350,00	Un solo pago 0,09%
Publicación	\$ 1.500,00						\$ 1.500,00	Un solo pago 0,1%
Difusión de Prospecto	\$ 1.500,00						\$ 1.500,00	Un solo pago 0,1%
Costo de la calificación de riesgo	\$ 3.000,00	\$ 3.000,00	\$ 3.000,00	\$ 3.000,00	\$ 3.000,00	\$ 3.000,00	\$ 18.000,00	
TOTAL	\$ 28.800,00	\$ 19.400,00	\$ 125.800,00					

Elaboración: Las Autoras

Anexo 2 Costo de Proceso de Emisión de Obligaciones

COMPAÑIA ANONIMA								
Costos del Proceso de Emisión de Obligaciones								
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	TOTAL	OBSERVACIONES
Estructuración	\$ 30.000,00						\$ 30.000,00	Un solo pago 2,00%
Costos de Estructuración Legal	\$ 3.750,00						\$ 3.750,00	Un solo pago 0,25%
Costo de Colocación	\$ 1.500,00						\$ 1.500,00	Un solo pago 0,1%
Publicidad	\$ 1.500,00						\$ 1.500,00	Un solo pago 0,1%
Comisión piso de Bolsa	\$ 1.350,00						\$ 1.350,00	Un solo pago 0,09%
Inscripción en Catastro Público de Mercado de Valores	\$ 750,00						\$ 750,00	Un solo pago 0,05%
Admisnitración y Liquidación del Fideicomiso	\$ 14.850,00						\$ 14.850,00	Un solo pago 0,99%
Notario	\$ 2.250,00	\$ 2.250,00	\$ 2.250,00	\$ 2.250,00	\$ 2.250,00	\$ 2.250,00	\$ 13.500,00	Un solo pago 0,15%
Representación de Obligacionistas	\$ 4.800,00	\$ 4.800,00	\$ 4.800,00	\$ 4.800,00	\$ 4.800,00	\$ 4.800,00	\$ 28.800,00	Un solo pago 0,32%
Agente Pagador y Desmaterialización	\$ 900,00	\$ 900,00	\$ 900,00	\$ 900,00	\$ 900,00	\$ 900,00	\$ 5.400,00	Un solo pago 0,06%
Costo calificación de riesgo Anual	\$ 13.200,00	\$ 13.200,00	\$ 13.200,00	\$ 13.200,00	\$ 13.200,00	\$ 13.200,00	\$ 79.200,00	Un solo pago 0,44%
Costo de la calificación de riesgo	\$ 4.050,00						\$ 4.050,00	Un solo pago 0,27%
TOTAL	\$ 78.900,00	\$ 21.150,00	\$ 184.650,00					

Elaboración: Las autoras

Anexo 3 Estado de Situación Financiera Periodo 2015-2013

COMPANIA ANONIMA

Estado de Situación Financiera

Al 31 de Diciembre

	Año 2015	Año 2014	Año 2013
ACTIVO			
Activo Corriente			
Efectivos y Equivalentes			
Efectivos y Equivalentes	\$ 194.530,12	\$ 73.571,55	\$ 204.188,96
Bancos		\$ -	\$ -
Total Efectivos y Equivalentes	\$ 194.530,12	\$ 73.571,55	\$ 204.188,96
Activos Financieros			
Cientes	\$ 1.586.733,40	\$ 1.554.445,24	
Relacionados	\$ 57.139,77	\$ 16.567,76	\$ 1.580.016,25
Crédito Fiscal	\$ 117.685,25	\$ 17.765,51	\$ 178,69
Otros anticipos entregados	\$ 11.603,14	\$ 9.010,06	\$ 9.272,61
Provisión cuentas incobrables	\$ (55.742,37)	\$ (55.635,68)	\$ (42.700,57)
Total Activos Financieros	\$ 1.717.419,19	\$ 1.542.152,89	\$ 1.546.766,98
Inventarios			
Inventarios Mat. Prima	\$ -	\$ -	\$ 134.985,70
Inventarios Prod. En Proceso	\$ -	\$ 10.274,53	\$ 347,38
Inventarios Productos Terminados	\$ 636.547,39	\$ 1.298.403,24	\$ 1.004.000,97
Inventarios en tránsito	\$ 10.372,02	\$ 13.582,02	\$ 22.568,77
Insumos terminados	\$ 3.779,95	\$ -	\$ 278,15
Total Inventarios	\$ 650.699,26	\$ 1.322.259,79	\$ 1.162.180,97

Total Activo Corriente	\$ 2.562.648,57	\$ 2.937.984,23	\$ 2.913.136,91
Activos No Corriente			
Prop. Planta y Equipos	\$ 3.081.022,35	\$ 3.069.258,82	\$ 2.452.885,62
Otras Propiedades, plantas y equipos	\$ 37.597,19	\$ -	\$ 17.454,97
Activos Intangibles Netos	\$ 7.641,32	\$ 9.628,04	\$ 8.764,04
Depreciación acumulada	\$ (754.021,80)	\$ (600.469,41)	\$ (373.667,78)
Total Activos No Corriente	\$ 2.372.239,06	\$ 2.478.417,45	\$ 2.105.436,85
Total ACTIVO	\$ 4.934.887,63	\$ 5.416.401,68	\$ 5.018.573,76
PASIVO			
Pasivo Corriente			
Cuentas por pagar	\$ 810.341,83	\$ 551.300,01	\$ 283.170,93
Obligaciones Financieras	\$ 8.701,43	\$ 22.995,64	\$ 109,78
Impuestos por pagar	\$ -	\$ -	\$ 50.534,15
Otras Obligaciones Corrientes	\$ 25.429,99	\$ 382.780,81	\$ 348.039,13
Total Pasivo Corriente	\$ 844.473,25	\$ 957.076,46	\$ 681.853,99
Pasivo No Corriente			
Obligaciones Financieras	\$ -	\$ 350.000,00	\$ 200.000,00
Préstamo Bancario			
Jubilaciones Patronales	\$ 46.476,00	\$ 42.431,00	\$ 33.625,33
Prov. Beneficios Empleados	\$ 75.441,20	\$ 40.886,85	\$ 79.218,77
Otros Pasivos No corr.	\$ 1.252.669,52	\$ 1.267.965,52	\$ 1.380.574,47
Valores Emitidos	\$ -	\$ -	\$ -
Anticipo de Clientes	\$ -	\$ -	\$ -
Total Pasivo No Corriente	\$ 1.374.586,72	\$ 1.701.283,37	\$ 1.693.418,57
Total PASIVO	\$ 2.219.059,97	\$ 2.658.359,83	\$ 2.375.272,56
PATRIMONIO			

Capital social	\$ 350.000,00	\$ 350.000,00	\$ 350.000,00
Aporte de Accionistas	\$ 350.000,00	\$ 350.000,00	\$ 350.000,00
Reservas	\$ 147.812,15	\$ 181.565,71	\$ 170.091,25
Resultados Acum.	\$ 1.910.229,70	\$ 1.773.209,95	\$ 1.343.488,03
Resultado presente ejercicio	\$ (42.214,19)	\$ 103.266,19	\$ 429.721,92
Total PATRIMONIO	\$ 2.715.827,66	\$ 2.758.041,85	\$ 2.643.301,20
Total PASIVO y PATRIMONIO	\$ 4.934.887,63	\$ 5.416.401,68	\$ 5.018.573,76

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

Elaborado: Las autoras

Anexo 4 Estado de Resultado

COMPañÍA ANONIMA

Estado de Resultado

al 31 de Diciembre

Ingresos	Año 2015	Año 2014	Año 2013
Ventas de Bienes	\$ 7.518.756,16	\$ 7.132.066,64	\$ 6.022.367,53
Otros ingresos	\$ 210.837,76	\$ 22.452,72	\$ 1.097,09
Total ingresos	\$ 7.729.593,92	\$ 7.154.519,36	\$ 6.023.464,62
Costos			
Costos de Ventas y Producción	\$ 6.389.601,79	\$ 5.533.321,39	\$ 3.993.486,61
Margen Bruto	\$ 1.339.992,13	\$ 1.621.197,97	\$ 2.029.978,01
Gastos			
Gastos ventas	\$ 309.463,34	\$ 253.510,11	\$ 12.474,29
Gastos administrativos	\$ 799.247,80	\$ 912.026,82	\$ 1.376.966,51
Gastos financieros	\$ 52.545,49	\$ 27.383,28	\$ 124,58
Depreciaciones	\$ 153.552,39	\$ 226.801,63	
Nuevos Gst Préstamo Bancario			
Total Gastos	\$ 1.314.809,02	\$ 1.419.721,84	\$ 1.389.565,38
Resultado antes de Imptos. y Part.	\$ 25.183,11	\$ 201.476,13	\$ 640.412,63
(-) Participación trabajadores	\$ 3.777,47	\$ 30.221,42	\$ 96.061,89
(-) Impuesto a la renta Causado	\$ 63.619,83	\$ 67.988,52	\$ 114.628,82
Resultado Integral Total Año	\$ (42.214,19)	\$ 103.266,19	\$ 429.721,92

Fuente: Superintendencia de Compañías, Valores y Seguros.

Elaboración: Las autoras

Anexo 5 Análisis Horizontal - Estado de Resultados

COMPAÑÍA ANONIMA

Estado de Resultado

	Análisis Horizontal					
	Variación 2015 2013	Var. %	Variación 2015 2014	Var. %	Variación 2014 2013	Var. %
Ingresos						
Ventas de Bienes	\$ 1.496.388,63	24,8%	\$ 386.689,52	5,4%	\$ 1.109.699,11	18,4%
Otros ingresos	\$ 209.740,67	19.117,9%	\$ 188.385,04	839,0%	\$ 21.355,63	1.946,6%
Total ingresos	\$ 1.706.129,30	28,3%	\$ 575.074,56	8,0%	\$ 1.131.054,74	18,8%
Costos						
Costos de Ventas y Producción	\$ 2.396.115,18	60,0%	\$ 856.280,40	15,5%	\$ 1.539.834,78	38,6%
Margen Bruto	\$ (689.985,88)	(34,0%)	\$ (281.205,84)	(17,3%)	\$ (408.780,04)	(20,1%)
Gastos						
Gastos ventas	\$ 296.989,05	2.380,8%	\$ 55.953,23	22,1%	\$ 241.035,82	1.932,3%
Gastos administrativos	\$ (577.718,71)	(42,0%)	\$ (112.779,02)	(12,4%)	\$ (464.939,69)	(33,8%)
Gastos financieros	\$ 52.420,91	42.078,1%	\$ 25.162,21	91,9%	\$ 27.258,70	21.880,5%
Depreciaciones	\$ 153.552,39	100,0%	\$ (73.249,24)	(32,3%)	\$ 226.801,63	100,0%

Nuevos Gasto Préstamo Bancario						
Total Gastos	\$ (74.756,36)	(5,4%)	\$ (104.912,82)	(7,4%)	\$ 30.156,46	2,2%
Resultado antes de Impto. Y Part.	\$ (615.229,52)	(96,1%)	\$ (176.293,02)	(87,5%)	\$ (438.936,50)	(68,5%)
(-) Participación trabajadores	\$ (92.284,43)	(96,1%)	\$ (26.443,95)	(87,5%)	\$ (65.840,48)	(68,5%)
(-) Impuesto a la renta Causado	\$ (51.008,99)	(44,5%)	\$ (4.368,69)	(6,4%)	\$ (46.640,30)	(40,7%)
Resultado Integral Total Año	\$ (471.936,10)	(109,8%)	\$ (145.480,38)	(140,9%)	\$ (326.455,73)	(76,0%)

Fuente: Superintendencia de Compañía.

Elaboración: Las autoras

Anexo 6 Análisis Horizontal - Balance General

COMPañÍA ANONIMA

Estado de Situación Financiera

	Análisis Horizontal					
	Variación USD 2015 2013	Variación % 2015 2013	Variación USD 2015 2014	Variación % 2015 2014	Variación USD 2014 2013	Variación % 2014 2013
ACTIVO						
Activo Corriente						
Efectivos y Equivalentes						
Efectivos y Equivalentes	\$ (9.658,84)	(4,7%)	\$ 120.958,57	164,4%	\$ (130.617,41)	(64,0%)
Bancos	\$ -	0,0%	\$ -	0,0%	\$ -	0,0%
Total Efectivos y Equivalentes	\$ (9.658,84)	(4,7%)	\$ 120.958,57	164,4%	\$ (130.617,41)	(64,0%)
Activos Financieros						
Clientes	\$ 1.586.733,40	100,0%	\$ 32.288,16	2,1%	\$ 1.554.445,24	100,0%
Relacionados	\$ (1.522.876,48)	(96,4%)	\$ 40.572,01	244,9%	\$ (1.563.448,49)	(99,0%)
Crédito Fiscal	\$ 117.506,56	65.760,0%	\$ 99.919,74	562,4%	\$ 17.586,82	9.842,1%

Otros anticipos entregados	\$	2.330,53	25,1%	\$	2.593,08	28,8%	\$	(262,55)	(2,8%)
Provisión cuentas incobrables	\$	(13.041,80)	(30,5%)	\$	(106,69)	(0,2%)	\$	(12.935,11)	(30,3%)
Total Activos Financieros	\$	170.652,21	11,0%	\$	175.266,30	11,4%	\$	(4.614,09)	(0,3%)
Inventarios									
Inventarios Materia Prima	\$	(134.985,70)	(100,0%)	\$	-	0,0%	\$	(134.985,70)	(100,0%)
Inventarios Productos En Proceso	\$	(347,38)	(100,0%)	\$	(10.274,53)	(100,0%)	\$	9.927,15	2.857,7%
Inventarios Productos Terminados	\$	(367.453,68)	(36,6%)	\$	(661.855,95)	(51,0%)	\$	294.402,27	29,3%
Inventarios en tránsito	\$	(12.196,75)	(54,0%)	\$	(3.210,00)	(23,6%)	\$	(8.986,75)	(39,8%)
Insumos terminados	\$	3.501,80	1.259,0%	\$	3.779,95	100,0%	\$	(278,15)	(100,0%)
Total Inventarios	\$	(511.481,71)	(44,0%)	\$	(671.560,53)	(50,8%)	\$	160.078,82	13,8%
Total Activo Corriente	\$	(350.488,34)	(12,0%)	\$	(375.335,66)	(12,8%)	\$	24.847,32	0,9%
Activos No Corriente									
Propiedades, Planta y Equipos	\$	628.136,73	25,6%	\$	11.763,53	0,4%	\$	616.373,20	25,1%

Otras Propiedades, plantas y equipos	\$	20.142,22	115,4%	\$	37.597,19	100,0%	\$	(17.454,97)	(100,0%)
Activos Intangibles Netos	\$	(1.122,72)	(12,8%)	\$	(1.986,72)	(20,6%)	\$	864,00	9,9%
Depreciación acumulada	\$	(380.354,02)	(101,8%)	\$	(153.552,39)	(25,6%)	\$	(226.801,63)	(60,7%)
Total Activos No Corriente	\$	266.802,21	12,7%	\$	(106.178,39)	(4,3%)	\$	372.980,60	17,7%
Total ACTIVO	\$	(83.686,13)	(1,7%)	\$	(481.514,05)	(8,9%)	\$	397.827,92	7,9%
PASIVO									
Pasivo Corriente									
Cuentas por pagar	\$	527.170,90	186,2%	\$	259.041,82	47,0%	\$	268.129,08	94,7%
Obligaciones Financieras	\$	8.591,65	7.826,2%	\$	(14.294,21)	(62,2%)	\$	22.885,86	20.847,0%
Impuestos por pagar	\$	(50.534,15)	(100,0%)	\$	-	0,0%	\$	(50.534,15)	(100,0%)
Otras Obligaciones Corrientes	\$	(322.609,14)	(92,7%)	\$	(357.350,82)	(93,4%)	\$	34.741,68	10,0%
Total Pasivo Corriente	\$	162.619,26	23,9%	\$	(112.603,21)	(11,8%)	\$	275.222,47	40,4%
Pasivo No Corriente									
Obligaciones Financieras	\$	(200.000,00)	(100,0%)	\$	(350.000,00)	(100,0%)	\$	150.000,00	75,0%
Préstamo Bancario									
Jubilaciones Patronales	\$	12.850,67	38,2%	\$	4.045,00	9,5%	\$	8.805,67	26,2%

Prov. Beneficios Empleados	\$ (3.777,57)	(4,8%)	\$ 34.554,35	84,5%	\$ (38.331,92)	(48,4%)
Otros Pasivos No corrientes	\$ (127.904,95)	(9,3%)	\$ (15.296,00)	(1,2%)	\$ (112.608,95)	(8,2%)
Valores Emitidos						
Anticipo de Clientes						
Total Pasivo No Corriente	\$ (318.831,85)	(18,8%)	\$ (326.696,65)	(19,2%)	\$ 7.864,80	0,5%
Total PASIVO	\$ (156.212,59)	(6,6%)	\$ (439.299,86)	(16,5%)	\$ 283.087,27	11,9%
PATRIMONIO						
Capital social	\$ -	0,0%	\$ -	0,0%	\$ -	0,0%
Aporte de Accionistas	\$ -	0,0%	\$ -	0,0%	\$ -	0,0%
Reservas	\$ (22.279,10)	(13,1%)	\$ (33.753,56)	(18,6%)	\$ 11.474,46	6,7%
Resultados Acumulado	\$ 566.741,67	42,2%	\$ 137.019,75	7,7%	\$ 429.721,92	32,0%
Resultado presente ejercicio	\$ (471.936,11)	(109,8%)	\$ (145.480,38)	(140,9%)	\$ (326.455,73)	(76,0%)
Total PATRIMONIO	\$ 72.526,46	2,7%	\$ (42.214,19)	(1,5%)	\$ 114.740,65	4,3%
Total PASIVO y PATRIMONIO	\$ (83.686,13)	(1,7%)	\$ (481.514,05)	(8,9%)	\$ 397.827,92	7,9%

Fuente: Superintendencia de Compañía.

Elaborado: Las autoras

Anexo 7 Análisis Vertical - Estado de Resultado

COMPANÍA ANONIMA

Estado de Resultado

	Análisis Vertical		
	Año 2015	Año 2014	Año 2013
Ingresos			
Ventas de Bienes	97,3%	99,7%	100,0%
Otros ingresos	2,7%	0,3%	0,0%
Total ingresos	100,0%	100,0%	100,0%
Costos			
Costos de Ventas y Producción	82,7%	77,3%	66,3%
Margen Bruto	17,3%	22,7%	33,7%
Gastos			
Gastos ventas	4,0%	3,5%	0,2%
Gastos administrativos	10,3%	12,7%	22,9%
Gastos financieros	0,7%	0,4%	0,0%
Depreciaciones	2,0%	3,2%	
Nuevos Gasto Préstamo Bancario			
Total Gastos	17,0%	19,8%	23,1%
Resultado antes de Imptos. Y Part.	0,3%	2,8%	10,6%
(-) Participación trabajadores	0,0%	0,4%	1,6%
(-) Impuesto a la renta Causado	0,8%	1,0%	1,9%
Resultado Integral Total Año	(0,5%)	1,4%	7,1%

Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaboración: Las Autoras

COMPANIA ANONIMA

Estado de Situación Financiera

	Análisis Vertical		
	Año 2015	Año 2014	Año 2013
ACTIVO			
Activo Corriente			
Efectivos y Equivalentes			
Efectivos y Equivalentes	3,9%	1,4%	4,1%
Bancos	0,0%	0,0%	0,0%
Total Efectivos y Equivalentes	3,9%	1,4%	4,1%
Activos Financieros			
Clientes	32,2%	28,7%	0,0%
Relacionados	1,2%	0,3%	31,5%
Crédito Fiscal	2,4%	0,3%	0,0%
Otros anticipos entregados	0,2%	0,2%	0,2%
Provisión cuentas incobrables	(1,1%)	(1,0%)	(0,9%)
Total Activos Financieros	34,8%	28,5%	30,8%
Inventarios			
Inventarios Materia Prima	0,0%	0,0%	2,7%
Inventarios Productos En Proceso	0,0%	0,2%	0,0%

Inventarios Productos Terminados	12,9%	24,0%	20,0%
Inventarios en tránsito	0,2%	0,3%	0,4%
Insumos terminados	0,1%	0,0%	0,0%
Total Inventarios	13,2%	24,4%	23,2%
Total Activo Corriente	51,9%	54,2%	58,0%
Activos No Corriente			
Propiedades, Planta y Equipos	62,4%	56,7%	48,9%
Otras Propiedades, plantas y equipos	0,8%	0,0%	0,3%
Activos Intangibles Netos	0,2%	0,2%	0,2%
Depreciación acumulada	(15,3%)	(11,1%)	(7,4%)
Total Activos No Corriente	48,1%	45,8%	42,0%
Total ACTIVO	100,0%	100,0%	100,0%
PASIVO			
Pasivo Corriente			
Cuentas por pagar	16,4%	10,2%	5,6%
Obligaciones Financieras	0,2%	0,4%	0,0%
Impuestos por pagar	0,0%	0,0%	1,0%
Otras Obligaciones Corrientes	0,5%	7,1%	6,9%
Total Pasivo Corriente	17,1%	17,7%	13,6%
Pasivo No Corriente			
Obligaciones Financieras	0,0%	6,5%	4,0%
Préstamo Bancario			
Jubilaciones Patronales	0,9%	0,8%	0,7%

Prov. Beneficios Empleados	1,5%	0,8%	1,6%
Otros Pasivos No corrientes	25,4%	23,4%	27,5%
Valores Emitidos	0,0%	0,0%	0,0%
Anticipo de Clientes	0,0%	0,0%	0,0%
Total Pasivo No Corriente	27,9%	31,4%	33,7%
Total PASIVO	45,0%	49,1%	47,3%
PATRIMONIO			
Capital social	7,1%	6,5%	7,0%
Aporte de Accionistas	7,1%	6,5%	7,0%
Reservas	3,0%	3,4%	3,4%
Resultados Acumulado	38,7%	32,7%	26,8%
Resultado presente ejercicio	(0,9%)	1,9%	8,6%
Total PATRIMONIO	55,0%	50,9%	52,7%
Total PASIVO y PATRIMONIO	100,0%	100,0%	100,0%

Fuente: Superintendencia de Compañías

Elaboración: Las Autoras

Anexo 9 Prima Libre de Riesgo

BONOS DEL TESORO DE LOS ESTADOS UNIDOS		
FECHA	APERTURA	CIERRE
Jan 01, 2016	2,23	1,93
Dec 01, 2015	2,23	2,27
Oct 31, 2015	2,17	2,22
Sep 30, 2015	2,04	2,15
Aug 31, 2015	2,16	2,06
Jul 31, 2015	2,19	2,2
Jun 30, 2015	2,42	2,2
May 31, 2015	2,13	2,34
Apr 30, 2015	2,07	2,1
Mar 31, 2015	1,89	2,05
Mar 01, 2015	2,01	1,93
Feb 01, 2015	1,67	2
Jan 01, 2015	2,2	1,67
Dec 01, 2014	2,16	2,17
Oct 31, 2014	2,33	2,19
Sep 30, 2014	2,47	2,34
Aug 31, 2014	2,39	2,51
Jul 31, 2014	2,58	2,34
Jun 30, 2014	2,55	2,56
May 31, 2014	2,5	2,52
Apr 30, 2014	2,66	2,46
Mar 31, 2014	2,74	2,65
Mar 01, 2014	2,61	2,72
Feb 01, 2014	2,68	2,66
Jan 01, 2014	3,03	2,67
Dec 01, 2013	2,78	3,03
Oct 31, 2013	2,59	2,74
Sep 30, 2013	2,65	2,54
Aug 31, 2013	2,84	2,62
Jul 31, 2013	2,6	2,75
Jun 30, 2013	2,52	2,59
May 31, 2013	2,17	2,48
Apr 30, 2013	1,66	2,16
Mar 31, 2013	1,88	1,67
Mar 01, 2013	1,85	1,85
Feb 01, 2013	2,01	1,89
Jan 01, 2013	1,84	1,99
Dec 01, 2012	1,64	1,76
Oct 31, 2012	1,72	1,61
Sep 30, 2012	1,62	1,69

Aug 31, 2012	1,57	1,64
Jul 31, 2012	1,49	1,56
Jun 30, 2012	1,64	1,49
May 31, 2012	1,52	1,66
Apr 30, 2012	1,92	1,58
Mar 31, 2012	2,2	1,91
Mar 01, 2012	2,03	2,22
Feb 01, 2012	1,81	1,98
Jan 01, 2012	1,95	1,8
Dec 01, 2011	2,13	1,87
Oct 31, 2011	2,03	2,07
Sep 30, 2011	1,88	2,17
Aug 31, 2011	2,2	1,92
Jul 31, 2011	2,79	2,22
Jun 30, 2011	3,15	2,81
May 31, 2011	3,02	3,16
Apr 30, 2011	3,31	3,05
Mar 31, 2011	3,5	3,3
Mar 01, 2011	3,46	3,45
Feb 01, 2011	3,43	3,41
Jan 01, 2011	3,38	3,38
Dec 01, 2010	2,9	3,31
Oct 31, 2010	2,59	2,8
Sep 30, 2010	2,55	2,61
Aug 31, 2010	2,49	2,52
Jul 31, 2010	2,93	2,48
Jun 30, 2010	2,93	2,91
May 31, 2010	3,26	2,95
Apr 30, 2010	3,69	3,3
Mar 31, 2010	3,86	3,66
Mar 01, 2010	3,62	3,83
Feb 01, 2010	3,63	3,6
Jan 01, 2010	3,86	3,61
Dec 01, 2009	3,23	3,84
Oct 31, 2009	3,4	3,2
Sep 30, 2009	3,29	3,39
Aug 31, 2009	3,4	3,31
Jul 31, 2009	3,57	3,4
Jun 30, 2009	3,59	3,5
May 31, 2009	3,51	3,52
Apr 30, 2009	3,17	3,46
Mar 31, 2009	2,66	3,12
Mar 01, 2009	2,96	2,68
Feb 01, 2009	2,83	3,04

Jan 01, 2009	2,2	2,84
Dec 01, 2008	2,88	2,24
Oct 31, 2008	3,94	2,96
Sep 30, 2008	3,75	3,97
Aug 31, 2008	3,85	3,83
Jul 31, 2008	3,94	3,81
Jun 30, 2008	3,94	3,98
May 31, 2008	4,03	3,98
Apr 30, 2008	3,75	4,05
Mar 31, 2008	3,49	3,76
Mar 01, 2008	3,56	3,43
Feb 01, 2008	3,65	3,53
Jan 01, 2008	4,03	3,64
Dec 01, 2007	3,94	4,03
Oct 31, 2007	4,45	3,97
Sep 30, 2007	4,58	4,47
Aug 31, 2007	4,51	4,58
Jul 31, 2007	4,73	4,54
Jun 30, 2007	5,03	4,77
May 31, 2007	4,9	5,03
Apr 30, 2007	4,62	4,89
Mar 31, 2007	4,64	4,63
Mar 01, 2007	4,52	4,65
Feb 01, 2007	4,81	4,55
Jan 01, 2007	4,66	4,83
Dec 01, 2006	4,48	4,71
Nov 01, 2006	4,61	4,46
Sep 30, 2006	4,65	4,61
Aug 31, 2006	4,72	4,63
Jul 31, 2006	5	4,73
Jun 30, 2006	5,16	4,99
May 31, 2006	5,14	5,14
Apr 30, 2006	5,06	5,11
Apr 01, 2006	4,88	5,07
Mar 01, 2006	4,56	4,85
Feb 01, 2006	4,53	4,55
RENDIMIENTO PROMEDIO BONOS DE TESORO		3,06%

Fuente: Yahoo Finance

Elaboración: Las Autoras

Anexo 10 Rendimiento de Mercado

S&P 500 HISTORICO			
FECHA	APERTURA	CIERRE	VARIACION MENSUAL
Feb 21, 2017	2354,91	2365,38	1,00
Feb 01, 2017	2285,59	2365,38	1,04
Jan 01, 2017	2251,57	2278,87	1,02
Dec 01, 2016	2200,17	2238,83	1,02
Oct 31, 2016	2128,68	2198,81	1,03
Sep 30, 2016	2164,33	2126,15	0,98
Aug 31, 2016	2171,33	2168,27	1,00
Jul 31, 2016	2173,15	2170,95	1,00
Jun 30, 2016	2099,34	2173,60	1,04
May 31, 2016	2093,94	2098,86	1,00
Apr 30, 2016	2067,17	2096,95	1,02
Mar 31, 2016	2056,62	2065,30	1,00
Mar 01, 2016	1937,09	2059,74	1,07
Feb 01, 2016	1936,94	1932,23	1,00
Jan 01, 2016	2038,2	1940,24	0,95
Dec 01, 2015	2082,93	2043,94	0,98
Oct 31, 2015	2080,76	2080,41	1,00
Sep 30, 2015	1919,65	2079,36	1,08
Aug 31, 2015	1970,09	1920,03	0,97
Jul 31, 2015	2104,49	1972,18	0,94
Jun 30, 2015	2067	2103,84	1,02
May 31, 2015	2108,64	2063,11	0,98
Apr 30, 2015	2087,38	2107,39	1,01
Mar 31, 2015	2067,63	2085,51	1,01
Mar 01, 2015	2105,23	2067,89	0,98
Feb 01, 2015	1996,67	2104,5	1,05
Jan 01, 2015	2058,9	1994,99	0,97
Dec 01, 2014	2065,78	2058,9	1,00
Oct 31, 2014	2018,21	2067,56	1,02
Sep 30, 2014	1971,44	2018,05	1,02
Aug 31, 2014	2004,07	1972,29	0,98
Jul 31, 2014	1929,8	2003,37	1,04
Jun 30, 2014	1962,29	1930,67	0,98
May 31, 2014	1923,87	1960,23	1,02
Apr 30, 2014	1884,39	1923,57	1,02
Mar 31, 2014	1873,96	1883,95	1,01
Mar 01, 2014	1857,68	1872,34	1,01
Feb 01, 2014	1782,68	1859,45	1,04
Jan 01, 2014	1845,86	1782,59	0,96

Dec 01, 2013	1806,55	1848,36	1,02
Oct 31, 2013	1758,7	1805,81	1,03
Sep 30, 2013	1682,41	1756,54	1,04
Aug 31, 2013	1635,95	1681,55	1,03
Jul 31, 2013	1689,42	1632,97	0,97
Jun 30, 2013	1609,78	1685,73	1,05
May 31, 2013	1631,71	1606,28	0,99
Apr 30, 2013	1597,55	1630,74	1,02
Mar 31, 2013	1569,18	1597,57	1,02
Mar 01, 2013	1514,68	1569,19	1,04
Feb 01, 2013	1498,11	1514,68	1,01
Jan 01, 2013	1426,19	1498,11	1,05
Dec 01, 2012	1416,34	1426,19	1,01
Oct 31, 2012	1412,2	1416,18	1,00
Sep 30, 2012	1440,9	1412,16	0,98
Aug 31, 2012	1406,54	1440,67	1,02
Jul 31, 2012	1379,32	1406,58	1,02
Jun 30, 2012	1362,33	1379,32	1,01
May 31, 2012	1309,87	1362,16	1,04
Apr 30, 2012	1397,86	1310,33	0,94
Mar 31, 2012	1408,47	1397,91	0,99
Mar 01, 2012	1365,9	1408,47	1,03
Feb 01, 2012	1312,45	1365,68	1,04
Jan 01, 2012	1258,86	1312,41	1,04
Dec 01, 2011	1246,91	1257,60	1,01
Oct 31, 2011	1251	1246,96	0,99
Sep 30, 2011	1131,21	1253,30	1,11
Aug 31, 2011	1219,12	1131,42	0,93
Jul 31, 2011	1292,59	1218,89	0,94
Jun 30, 2011	1320,64	1292,28	0,98
May 31, 2011	1345,2	1320,64	0,98
Apr 30, 2011	1365,21	1345,20	0,99
Mar 31, 2011	1329,48	1363,61	1,03
Mar 01, 2011	1328,64	1325,83	1,00
Feb 01, 2011	1289,14	1327,22	1,03
Jan 01, 2011	1257,62	1286,12	1,02
Dec 01, 2010	1186,6	1257,64	1,07
Oct 31, 2010	1185,71	1180,55	1,00
Sep 30, 2010	1143,49	1183,26	1,04
Aug 31, 2010	1049,72	1141,20	1,09
Jul 31, 2010	1107,53	1049,33	0,95
Jun 30, 2010	1031,1	1101,60	1,07
May 31, 2010	1087,3	1030,71	0,95
Apr 30, 2010	1188,58	1089,41	0,92

Mar 31, 2010	1171,23	1186,69	1,01
Mar 01, 2010	1105,36	1169,43	1,06
Feb 01, 2010	1073,89	1104,49	1,03
Jan 01, 2010	1116,56	1073,87	0,96
Dec 01, 2009	1098,89	1115,10	1,02
Oct 31, 2009	1036,18	1095,63	1,06
Sep 30, 2009	1054,91	1036,19	0,98
Aug 31, 2009	1019,52	1057,08	1,04
Jul 31, 2009	990,22	1020,62	1,03
Jun 30, 2009	920,82	987,48	1,07
May 31, 2009	923,26	919,32	1,00
Apr 30, 2009	872,74	919,14	1,05
Mar 31, 2009	793,59	872,81	1,09
Mar 01, 2009	729,57	797,87	1,09
Feb 01, 2009	823,09	735,09	0,89
Jan 01, 2009	902,99	825,88	0,91
Dec 01, 2008	888,61	903,25	1,01
Oct 31, 2008	968,67	896,24	0,93
Sep 30, 2008	1164,17	968,75	0,83
Aug 31, 2008	1287,83	1166,36	0,91
Jul 31, 2008	1269,42	1282,83	1,01
Jun 30, 2008	1276,69	1267,38	0,99
May 31, 2008	1399,62	1280,00	0,91
Apr 30, 2008	1385,97	1400,38	1,01
Mar 31, 2008	1326,41	1385,59	1,05
Mar 01, 2008	1330,45	1322,70	0,99
Feb 01, 2008	1378,6	1330,63	0,97
Jan 01, 2008	1467,97	1378,55	0,94
Dec 01, 2007	1479,63	1468,36	0,99
Oct 31, 2007	1545,79	1481,14	0,96
Sep 30, 2007	1527,29	1549,38	1,01
Aug 31, 2007	1473,96	1526,75	1,04
Jul 31, 2007	1455,18	1473,99	1,01
Jun 30, 2007	1504,66	1455,27	0,97
May 31, 2007	1530,62	1503,35	0,98
Apr 30, 2007	1482,37	1530,62	1,03
Mar 31, 2007	1420,83	1482,37	1,04
Mar 01, 2007	1406,8	1420,86	1,01
Feb 01, 2007	1437,9	1406,82	0,98
Jan 01, 2007	1418,03	1438,24	1,01
Dec 01, 2006	1400,63	1418,30	1,01
Nov 01, 2006	1377,76	1400,63	1,02
Sep 30, 2006	1335,82	1377,94	1,03
Aug 31, 2006	1303,8	1335,85	1,02

Jul 31, 2006	1278,53	1303,82	1,02
Jun 30, 2006	1270,06	1276,66	1,01
May 31, 2006	1270,05	1270,20	1,00
Apr 30, 2006	1310,61	1270,09	0,97
Apr 01, 2006	1302,88	1310,61	1,01
Mar 01, 2006	1280,66	1294,87	1,01
Feb 01, 2006	1280,08	1280,66	1,00
Jan 01, 2006	1248,29	1280,08	1,03
Dec 01, 2005	1249,48	1248,29	1,00
Nov 01, 2005	1207,01	1249,48	1,04
Sep 30, 2005	1228,81	1207,01	0,98
Aug 31, 2005	1220,33	1228,81	1,01
Jul 31, 2005	1234,18	1220,33	0,99
Jun 30, 2005	1191,33	1234,18	1,04
May 31, 2005	1191,5	1191,33	1,00
Apr 30, 2005	1156,85	1191,50	1,03
Apr 01, 2005	1180,59	1156,85	0,98
Mar 01, 2005	1203,6	1180,59	0,98
Feb 01, 2005	1181,27	1203,60	
Media geométrica mensual			1,0047
Media geométrica anual			1,0575
Media geométrica %			5,75%

Fuente: Yahoo Finance

Elaboración: Las Autoras

Anexo 11 Capital de Trabajo con Inversión

CAPITAL DE TRABAJO CON INVERSIÓN

COMPAÑÍA ANÓNIMA							
	Al 31 de diciembre						
	Año 0	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	
Cuentas por Cobrar	\$ 1.586.733,40	\$ 2.170.253,12	\$ 2.495.791,09	\$ 2.870.159,76	\$ 3.300.683,72	\$ 3.795.786,28	
Incremento en cxc		\$ 583.519,72	\$ 325.537,97	\$ 374.368,66	\$ 430.523,96	\$ 495.102,56	
Inventarios	\$ 650.699,26	\$ 743.957,21	\$ 855.550,79	\$ 983.883,41	\$ 1.131.465,92	\$ 1.301.185,80	
Incremento en inventarios		\$ 93.257,95	\$ 111.593,58	\$ 128.332,62	\$ 147.582,51	\$ 169.719,89	
CxP proveedores	\$ 810.341,83	\$ 907.582,85	\$ 1.016.492,79	\$ 1.138.471,93	\$ 1.275.088,56	\$ 1.428.099,18	
Incremento en cxp proveedores		\$ 97.241,02	\$ 108.909,94	\$ 121.979,13	\$ 136.616,63	\$ 153.010,63	
Capital de Trabajo Neto		\$ -579.536,65	\$ -328.221,61	\$ -380.722,15	\$ -441.489,84	\$ -511.811,82	

Elaboración: Las Autoras

Anexo 12 Capital de Trabajo sin inversión

CAPITAL DE TRABAJO SIN INVERSIÓN

COMPAÑÍA ANÓNIMA							
	Al 31 de diciembre						
	Año 0	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020	
Cuentas por Cobrar	\$ 1.586.733,40	\$ 2.113.637,82	\$ 2.367.274,36	\$ 2.651.347,29	\$ 2.969.508,96	\$ 3.325.850,04	
Incremento en cxc		\$ 526.904,42	\$ 253.636,54	\$ 284.072,92	\$ 318.161,67	\$ 356.341,08	
Inventarios	\$ 650.699,26	\$ 724.549,63	\$ 811.495,58	\$ 908.875,05	\$ 1.017.940,06	\$ 1.140.092,87	
Incremento en inventarios		\$ 73.850,37	\$ 86.945,96	\$ 97.379,47	\$ 109.065,01	\$ 122.152,81	
CxP proveedores	\$ 810.341,83	\$ 1.280.567,30	\$ 1.467.543,47	\$ 1.679.826,26	\$ 1.919.001,00	\$ 2.188.625,97	
Incremento en cxp proveedores		\$ 470.225,47	\$ 186.976,17	\$ 212.282,79	\$ 239.174,75	\$ 269.624,96	
Capital de Trabajo Neto		\$ -130.529,32	\$ -153.606,32	\$ -169.169,61	\$ -188.051,93	\$ -208.868,92	

Elaboración: Las Autoras

Anexo 13 Flujo de efectivo sin Inversión

FLUJO DE EFECTIVO SIN INVERSION						
COMPAÑÍA ANÓNIMA						
	Al 31 de diciembre					
	Año 0	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020
Ingresos	\$	8.657.145,19	\$ 9.696.002,61	\$ 10.859.522,93	\$ 12.162.665,68	\$ 13.622.185,56
Otros ingresos	\$	53.040,00	\$ 53.040,00	\$ 53.040,00	\$ 53.040,00	\$ 53.040,00
Costos	\$	6.222.323,11	\$ 7.155.671,57	\$ 8.229.022,31	\$ 9.463.375,65	\$ 10.882.882,00
Gastos	\$	1.133.980,00	\$ 1.159.847,07	\$ 1.186.327,11	\$ 1.213.435,24	\$ 1.241.186,98
Depreciación maquinaria	\$	153.552,39	\$ 153.552,39	\$ 153.552,39	\$ 153.552,39	\$ 153.552,39
Utilidad	\$	1.200.329,70	\$ 1.279.971,58	\$ 1.343.661,12	\$ 1.385.342,40	\$ 1.397.604,19
-15% Participación trabajadores	\$	180.049,45	\$ 191.995,74	\$ 201.549,17	\$ 207.801,36	\$ 209.640,63
total antes de impto a la renta	\$	1.020.280,24	\$ 1.087.975,85	\$ 1.142.111,95	\$ 1.177.541,04	\$ 1.187.963,56
Impuesto a la renta	\$	224.461,65	\$ 239.354,69	\$ 251.264,63	\$ 259.059,03	\$ 261.351,98
Utilidad Neta	\$	795.818,59	\$ 848.621,16	\$ 890.847,32	\$ 918.482,01	\$ 926.611,58
Flujo de Caja del Inversionista						
Depreciación maquinaria	\$	153.552,39	\$ 153.552,39	\$ 153.552,39	\$ 153.552,39	\$ 153.552,39
Capital de Trabajo	\$	130.529,32	\$ 174.994,31	\$ 196.332,35	\$ 222.163,64	\$ 251.316,87
Valor de desecho						\$ 2.774.622,27
Flujo del Inversionista	0	\$ 818.841,66	\$ 827.179,24	\$ 848.067,36	\$ 849.870,76	\$ 3.603.469,36

Elaboración: Las Autoras

Anexo 14 Flujo de efectivo con Inversión - Préstamo Bancario

FLUJO DE EFECTIVO CON INVERSIÓN - PRÉSTAMO BANCARIO						
COMPañÍA ANÓNIMA						
	Al 31 de diciembre					
	Año 0	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020
Ingresos	\$	8.889.033,41	\$ 10.222.388,42	\$ 11.755.746,68	\$ 13.519.108,69	\$ 15.546.974,99
Otros ingresos	\$	82.080,00	\$ 82.080,00	\$ 82.080,00	\$ 82.080,00	\$ 82.080,00
Costos	\$	6.253.434,72	\$ 7.227.228,29	\$ 8.352.457,64	\$ 9.652.643,17	\$ 11.154.954,05
Gastos	\$	1.133.980,00	\$ 1.159.847,07	\$ 1.186.327,11	\$ 1.213.435,24	\$ 1.241.186,98
Intereses	\$	172.350,00	\$ 144.802,00	\$ 114.160,37	\$ 80.077,67	\$ 42.167,49
Depreciación construcción	\$	10.000,00	\$ 10.000,00	\$ 10.000,00	\$ 10.000,00	\$ 10.000,00
Depreciación maquinaria	\$	283.552,39	\$ 283.552,39	\$ 283.552,39	\$ 283.552,39	\$ 283.552,39
Utilidad	\$	1.117.796,30	\$ 1.479.038,67	\$ 1.891.329,18	\$ 2.361.480,22	\$ 2.897.194,08
-15% Participación trabajadores	\$	167.669,45	\$ 221.855,80	\$ 283.699,38	\$ 354.222,03	\$ 434.579,11
total antes de impto a la renta	\$	950.126,86	\$ 1.257.182,87	\$ 1.607.629,80	\$ 2.007.258,19	\$ 2.462.614,97
Impuesto a la renta	\$	209.027,91	\$ 276.580,23	\$ 353.678,56	\$ 441.596,80	\$ 541.775,29
Utilidad Neta	\$	741.098,95	\$ 980.602,64	\$ 1.253.951,25	\$ 1.565.661,39	\$ 1.920.839,67
Flujo de Caja del Inversionista						
Depreciación construcción	\$	10.000,00	\$ 10.000,00	\$ 10.000,00	\$ 10.000,00	\$ 10.000,00
Depreciación maquinaria	\$	283.552,39	\$ 283.552,39	\$ 283.552,39	\$ 283.552,39	\$ 283.552,39
Terreno	\$	1.100.000,00				
Construcción	\$	100.000,00				
Maquinaria	\$	262.772,96				
Capital de Trabajo	\$	62.772,96	\$ 579.536,65	\$ 328.221,61	\$ 380.722,15	\$ 441.489,84
Préstamo	\$	1.500.000,00				
Amortización deuda	\$	239.756,29	\$ 266.680,92	\$ 296.629,18	\$ 329.940,64	\$ 366.992,97
Valor de desecho						\$ 3.906.860,32
Flujo del Inversionista	\$	-25.545,92	\$ 215.358,40	\$ 679.252,51	\$ 870.152,31	\$ 1.087.783,29
						\$ 5.242.447,59

Elaboración: Las Autoras

Anexo 15 Flujo de efectivo con Inversión - Titularización

FLUJO DE EFECTIVO CON INVERSIÓN - TITULARIZACIÓN						
COMPAÑÍA ANÓNIMA						
	Al 31 de diciembre					
	Año 0	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020
Ingresos		\$ 8.889.033,41	\$ 10.222.388,42	\$ 11.755.746,68	\$ 13.519.108,69	\$ 15.546.974,99
Venta de activos		\$ 82.080,00	\$ 82.080,00	\$ 82.080,00	\$ 82.080,00	\$ 82.080,00
Costos		\$ 6.253.434,72	\$ 7.227.228,29	\$ 8.352.457,64	\$ 9.652.643,17	\$ 11.154.954,05
Gastos		\$ 1.133.980,00	\$ 1.159.847,07	\$ 1.186.327,11	\$ 1.213.435,24	\$ 1.241.186,98
Intereses		\$ 148.800,00	\$ 118.945,23	\$ 96.854,07	\$ 72.995,62	\$ 47.228,49
Depreciación construcción		\$ 10.000,00	\$ 10.000,00	\$ 10.000,00	\$ 10.000,00	\$ 10.000,00
Depreciación maquinaria		\$ 283.552,39	\$ 283.552,39	\$ 283.552,39	\$ 283.552,39	\$ 283.552,39
Utilidad		\$ 1.141.346,30	\$ 1.504.895,45	\$ 1.908.635,48	\$ 2.368.562,27	\$ 2.892.133,07
-15% Participación trabajadores		\$ 171.201,95	\$ 225.734,32	\$ 286.295,32	\$ 355.284,34	\$ 433.819,96
total antes de impto a la renta		\$ 970.144,36	\$ 1.279.161,13	\$ 1.622.340,16	\$ 2.013.277,93	\$ 2.458.313,11
Impuesto a la renta		\$ 213.431,76	\$ 281.415,45	\$ 356.914,83	\$ 442.921,15	\$ 540.828,88
Utilidad Neta		\$ 756.712,60	\$ 997.745,68	\$ 1.265.425,32	\$ 1.570.356,79	\$ 1.917.484,23
Flujo de Caja del Inversionista						
Depreciación construcción		\$ 10.000,00	\$ 10.000,00	\$ 10.000,00	\$ 10.000,00	\$ 10.000,00
Depreciación maquinaria		\$ 283.552,39	\$ 283.552,39	\$ 283.552,39	\$ 283.552,39	\$ 283.552,39
Terreno	\$ 1.100.000,00					
Construcción	\$ 100.000,00					
Maquinaria	\$ 262.772,96					
Capital de Trabajo	\$ 62.772,96	\$ 579.536,65	\$ 328.221,61	\$ 380.722,15	\$ 441.489,84	\$ 511.811,82
Préstamo	\$ 1.500.000,00					
Amortización deuda		\$ 255.684,68	\$ 276.139,46	\$ 298.230,61	\$ 322.089,06	\$ 347.856,19
Valor de desecho						\$ 3.906.860,32
Flujo del Inversionista	\$ -25.545,92	\$ 215.043,66	\$ 686.937,01	\$ 880.024,95	\$ 1.100.330,27	\$ 5.258.228,93

Elaboración: Las Autoras

Anexo 16 Flujo de efectivo con Inversión - Emisión de Obligaciones

FLUJO DE EFECTIVO CON INVERSIÓN - EMISIÓN DE OBLIGACIONES						
COMPAÑÍA ANÓNIMA						
	Al 31 de diciembre					
	Año 0	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020
Ingresos		\$ 8.889.033,41	\$ 10.222.388,42	\$ 11.755.746,68	\$ 13.519.108,69	\$ 15.546.974,99
Otros ingresos		\$ 82.080,00	\$ 82.080,00	\$ 82.080,00	\$ 82.080,00	\$ 82.080,00
Costos		\$ 6.253.434,72	\$ 7.227.228,29	\$ 8.352.457,64	\$ 9.652.643,17	\$ 11.154.954,05
Gastos		\$ 1.133.980,00	\$ 1.159.847,07	\$ 1.186.327,11	\$ 1.213.435,24	\$ 1.241.186,98
Intereses		\$ 198.900,00	\$ 120.695,23	\$ 98.604,07	\$ 74.745,62	\$ 48.978,49
Depreciación construcción		\$ 10.000,00	\$ 10.000,00	\$ 10.000,00	\$ 10.000,00	\$ 10.000,00
Depreciación maquinaria		\$ 283.552,39	\$ 283.552,39	\$ 283.552,39	\$ 283.552,39	\$ 283.552,39
Utilidad		\$ 1.091.246,30	\$ 1.503.145,45	\$ 1.906.885,48	\$ 2.366.812,27	\$ 2.890.383,07
-15% Participación trabajadores		\$ 163.686,95	\$ 225.471,82	\$ 286.032,82	\$ 355.021,84	\$ 433.557,46
total antes de impto a la renta		\$ 927.559,36	\$ 1.277.673,63	\$ 1.620.852,66	\$ 2.011.790,43	\$ 2.456.825,61
Impuesto a la renta		\$ 204.063,06	\$ 281.088,20	\$ 356.587,58	\$ 442.593,90	\$ 540.501,63
Utilidad Neta		\$ 723.496,30	\$ 996.585,43	\$ 1.264.265,07	\$ 1.569.196,54	\$ 1.916.323,98
Flujo de Caja del Inversionista						
Depreciación construcción		\$ 10.000,00	\$ 10.000,00	\$ 10.000,00	\$ 10.000,00	\$ 10.000,00
Depreciación maquinaria		\$ 283.552,39	\$ 283.552,39	\$ 283.552,39	\$ 283.552,39	\$ 283.552,39
Terreno	\$ 1.100.000,00					
Construcción	\$ 100.000,00					
Maquinaria	\$ 262.772,96					
Capital de Trabajo	\$ 62.772,96	\$ 579.536,65	\$ 328.221,61	\$ 380.722,15	\$ 441.489,84	\$ 511.811,82
Préstamo	\$ 1.500.000,00					
Amortización deuda		\$ 255.684,68	\$ 276.139,46	\$ 298.230,61	\$ 322.089,06	\$ 347.856,19
Valor de desecho						\$ 3.906.860,32
Flujo del Inversionista	\$ -25.545,92	\$ 181.827,36	\$ 685.776,76	\$ 878.864,70	\$ 1.099.170,02	\$ 5.257.068,68

Elaboración: Las Autoras

Anexo 17 Flujo de Efectivo Incremental - Préstamo Bancario

FLUJO DE EFECTIVO INCREMENTAL CON PRÉSTAMO BANCARIO						
COMPAÑÍA ANÓNIMA						
	Al 31 de diciembre					
	Año 0	Año 2016	Año 2017	Año 2018	Año 2019	Año 2020
Flujo del Inversionista sin inversión	\$ -	\$ 818.841,66	\$ 827.179,24	\$ 848.067,36	\$ 849.870,76	\$ 3.603.469,36
Flujo del Inversionista con inversión	\$ -25.545,92	\$ 215.358,40	\$ 679.252,51	\$ 870.152,31	\$ 1.087.783,29	\$ 5.242.447,59
Flujo de Efectivo Incremental	\$ -25.545,92	\$ -603.483,25	\$ -147.926,73	\$ 22.084,94	\$ 237.912,53	\$ 1.638.978,22
VAN	\$ 451.234,92					
TIR	27,34%					

Elaboración: Las Autoras

Anexo 18 Flujo de efectivo Incremental - Titularización

FLUJO DE EFECTIVO INCREMENTAL CON TITULARIZACIÓN						
COMPAÑÍA ANÓNIMA Al 31 de diciembre						
	2016	2017	2018	2019	2020	
Flujo del Inversionista sin inversión	\$ -	\$ 818.841,66	\$ 827.179,24	\$ 848.067,36	\$ 849.870,76	\$ 3.603.469,36
Flujo del Inversionista con inversión	\$ -25.545,92	\$ 215.043,66	\$ 686.937,01	\$ 880.024,95	\$ 1.100.330,27	\$ 5.258.228,93
Flujo de Efectivo Incremental	\$ -25.545,92	\$ -603.798,00	\$ -140.242,23	\$ 31.957,59	\$ 250.459,51	\$ 1.654.759,56
VAN	\$ 537.817,86					
TIR	28,43%					

Elaboración: Las Autoras

Anexo 19 Flujo de efectivo Incremental - Emisión de Obligaciones

FLUJO DE EFECTIVO INCREMENTAL CON EMISIÓN DE OBLIGACIONES						
COMPAÑÍA ANÓNIMA Al 31 de diciembre						
	2016	2017	2018	2019	2020	
Flujo del Inversionista	\$ -	\$ 818.841,66	\$ 827.179,24	\$ 848.067,36	\$ 849.870,76	\$ 3.603.469,36
Flujo del Inversionista	\$ -25.545,92	\$ 181.827,36	\$ 685.776,76	\$ 878.864,70	\$ 1.099.170,02	\$ 5.257.068,68
	\$ -25.545,92	\$ -637.014,30	\$ -141.402,48	\$ 30.797,34	\$ 249.299,26	\$ 1.653.599,31
VAN	\$ 504.232,20					
TIR	26,81%					

Elaboración: Las Autoras

Anexo 20 Referencia Financiera para préstamo bancario



RUC: 1790010937001

CONDICIONES Y COSTO TOTAL DEL CREDITO

Fecha: 04/10/2016	Producto: PRODUCTIVO (COMERCIAL)
Plazo (Meses): 10	Fecha Inicio Pago: 04-abr-2017
Estado Civil: Soltero	Frecuencia de Pago: Semestral
Tasa Interés Nominal: 11.23%	Tipo de Tasa: Rejustable
Tipo de sistema de Amortización: ALEMAN	Tasa Contribución Solca: 0,28 %

Fuente: Banco Pichincha

Anexo 21 Damodaran – Beta Apalancada y Desapalancada

Nombre industria	Número de empresas	Beta	beta sin deuda
Publicidad	44	1.08	0.70
Aeroespacial	92	1.33	1.13
Seguros (Prop / Cas.)	53	0.90	0,72
Inversiones Globales Administrar	145	1.17	0.69
Maquinaria	130	1.44	1.16
Metales y minería	114	1.55	0.84
Equipos y Servicios de Oficina	24	1.82	1.22
Petróleo / Gas (Integrado)	7	1.54	1.33
Petróleo / Gas (Producción y Explo	351	1.63	0.91
Petróleo / Gas Distribution	79	1.22	0.65
Oilfield Svcs / Equip.	143	1.74	1.29
Envase y Embalaje	25	1,26	0.88
Papel / Productos Forestales	20	1.52	0.87
Poder	73	0.80	0.49
Metales preciosos	113	1.29	0.87
Publshing y Prensa	39	1.45	1.01
REIT	221	0.76	0.41
Desarrollo inmobiliario)	21	1.41	0.87
Inmobiliaria (General / diversificación	12	1.22	0.99
Inmobiliaria (Operaciones y Ser	55	1.50	0.95
Recreación	sesenta y cinco	0.91	0,71
Reaseguro	3	1.03	0,78

Fuente: Damodaran