

ESCUELA SUPERIOR POLITECNICA DEL LITORAL

INSTITUTO DE CIENCIAS HUMANISTICAS Y ECONOMICAS

“VALORACION FINANCIERA DE UN MEDIO DE COMUNICACIÓN ESCRITA”

*PROYECTO DE GRADUACION PREVIA A LA OBTENCION DEL
TITULO DE:*

**ECONOMIA CON MENCION EN GESTION EMPRESARIAL
ESPECIALIZACION FINANZAS**

PRESENTADA POR:
**ALISON LILIANA HERRERA CONFORME
JONATHAN FERNANDO BARCO CORONEL
SARA DEL ROSARIO ALCIVAR SANCHEZ**

GUAYAQUIL - ECUADOR
2003



Este trabajo se lo dedicamos a Dios en primer lugar por habernos rodeado de bendiciones día a día, por su infinito amor y confianza depositada en nosotros.

A nuestros padres por el sacrificio y esfuerzo realizado, y sobre todo por su amor incondicional que nos impulsa a seguir adelante.

Además debemos agradecer a nuestra Directora de Tesis MSc. Sonia Zurita, por haber compartido sus conocimientos y tiempo a lo largo de nuestros estudios de Pre-Grado.

TRIBUNAL DE GRADUACIÓN

Ing. Néstor Alejandro
Fiscal del ICHE

MSc. Sonia Zurita Erazo
Directora de Tesis

MSc. Pedro Gando
Vocal Principal

MSc. Ivonne Moreno
Vocal Suplente

DECLARACION EXPRESA

La responsabilidad del contenido de este Proyecto de Grado corresponde exclusivamente a los autores y el patrimonio intelectual del mismo a la Escuela Superior Politécnica del Litoral.

Alison Herrera Conforme

Sara Alcívar Sánchez

Jonathan Barco Coronel

INDICE

INTRODUCCIÓN	4
CAPITULO I	9
1.- Descripción de la Actividad de los Medios de Comunicación Escrita.	9
1.1.- La Industria de los Medios de Comunicación.	11
1.2.- Regulación de los Medios de Comunicación Escrita.	13
1.3.- Análisis de la Empresa del "Medio de Comunicación Escrita"	13
1.3.1.- Antecedentes.	13
1.3.2.- Hechos Relevantes.	13
1.3.2.1.- Visión.	13
1.3.2.2.- Misión.	14
1.3.2.3.- Valores.	14
1.3.2.4.- Principios.	15
1.3.3.- Administración.	17
1.3.4.- Recursos Humanos.	18
1.3.5.- Servicios Disponibles.	19
1.3.6.- Participación en el Mercado.	21
1.4.- Estructura General del Balance General y del Estado de Resultados	24
CAPITULO II	29
2.- Metodología.	29
2.1.- Razones de Liquidez.	29
2.1.1.- Razón del Activo Circulante.	30
2.1.2.- Razón de la Prueba de Ácido.	30
2.2.- Razones de Apalancamiento.	31
2.2.1.- Razón Pasivo a Capital Contable.	31
2.2.2.- Razón de Deuda a Activos Totales.	32
2.3.- Razones de Cobertura.	33
2.3.1.- Razones de Cobertura de Interés.	33
2.4.- Razones de Actividad.	34
2.4.1.- Actividad de las Cuentas por Cobrar.	34
2.4.2.- Rotación de Inventarios.	34
2.5.- Razones de Rentabilidad.	35
2.5.1.- Rentabilidad en relación con las Ventas.	35
2.5.2.- Rendimiento sobre la Inversión (ROA)	36

2.5.3.- Rendimiento sobre el Capital en Acciones Comunes (ROE)	36
CAPITULO III	38
3.- Proyección de Estados Financieros.	38
3.1.- Metodología de Proyección del Balance General y Estado de Resultados.	38
3.1.1.- Metodología del Estado de Resultado Proyectado.	39
3.1.2.- Método del Balance General Proyectado.	44
3.1.2.1.- Proyección de Activos.	44
3.1.2.2.- Proyección del Pasivo.	46
3.1.2.3.- Proyección del Patrimonio.	47
3.2.- Proyección de los Flujos de Caja.	48
3.3.- Determinación del Flujo de Caja disponible para Accionistas y Bonistas.	51
3.4.- Proyección de las Cuentas del Flujo de Caja para Accionistas y Bonistas.	53
CAPITULO IV	55
4.- Estimación de la Tasa de Costo de Capital y Valoración de la Empresa.	55
4.1.- Aplicación del Modelo de Fijación de Precios Activos de Capital.	55
4.2.- Aplicación del Costo de Capital Medio Ponderado.	58
4.2.1.- Flujo Descontado a la Tasa del W.A.C.C.	60
4.3.- Análisis de Sensibilidad.	64
CAPITULO V	69
5.- Resumen y Conclusiones	69
BIBLIOGRAFIA	75
ANEXOS	76



INTRODUCCION

La Valoración Financiera de este Medio de Comunicación Escrita ha sido planteado como un modelo alternativo para valorar Empresas ya sea que estén o no relacionadas con la razón de ser de la Firma Valorada.

Todos los que intervienen en la gestión de los negocios están normalmente inmersos en cifras de ventas, costos, beneficios, cuotas de mercado, etc. Pero para dar un sentido auténtico a todas estas variables, se debe pensar cuánto vale todo el negocio.

Hallar un "Valor" para el negocio ayudará a cuantificar de alguna manera en que se materializa los parámetros de gestión en torno a los cuales se mueven los empresarios o gestores de negocios. Dada la actual coyuntura económica nacional y mundial es necesario que las empresas cumplan con ciertas normas financieras, para que con un manejo eficiente de las mismas puedan maximizar su Valor de Mercado. Es muy importante la Administración Financiera de las empresas en un país ya que se convierten en una señal de mercado para los inversionistas nacionales y extranjeros.

Estas decisiones óptimas individuales que tomen las empresas se verán reflejadas en el crecimiento económico agregado de un país.

Las firmas buscan que su Valor de Mercado sea el mayor posible ya que este va a dar una señal, y si el mercado la reconoce como tal, va a servir al administrador financiero para hacer cambios en la estructura de capital que permitirá transmitir información acerca de la rentabilidad y riesgo de la empresa.

Los Administradores de una Empresa deben conocer como está funcionando su empresa y cuál es la verdadera situación de la misma; ya que esta información puede determinar si se encamina positivamente es decir si genera utilidades suficientes para constituir lo que se conoce como una “ Compañía Lucrativa”; o si por el contrario existe la necesidad de hacerle algunos ajustes para que ésta se oriente hacia donde la Administración desee; o en el peor de los casos, para tomar la decisión de cerrar la Compañía pues su funcionamiento y resultados no son los suficientes para mantenerla en pie.

Si el mercado reconoce que la empresa es manejada eficientemente y que su valor crece, ésta tendrá posibilidades para financiar inversiones y nuevos proyectos con exigencias menores de retornos por parte de los inversionistas, en caso contrario a la empresa se le aplicará un mayor castigo (mayor rentabilidad exigida).

Se decidió tomar una empresa, la cual pertenece a un medio de comunicación escrita, y analizar sus expectativas de generación de riqueza y cómo se reflejarían éstas en el Valor de Mercado de la misma (Análisis Fundamental).

La recopilación de antecedentes fue por medio de una investigación preliminar de datos basados en información estadística e información teórica proporcionada por la empresa valorada..

Se utilizaron Razones Financieras y Tasas de Crecimiento Históricas de las diferentes Cuentas para así determinar la relación que existe entre las Cuentas de los Estados Financieros, para luego realizar proyecciones de las mismas. Se trabajó con los Balances Generales y Estados de Resultados de la Empresa durante un período de cuatro años.

Para proyectar las Ventas esperadas se utilizó un modelo de Regresión Lineal basado en diferencias de períodos explícitos.

El modelo CAPM fue útil para determinar el rendimiento y riesgo que implica el invertir en la empresa.

Se determinó el Costo de Capital Medio Ponderado (W.A.C.C) para poder descontar los Flujos de Caja para Accionistas y Bonistas para de este modo obtener el Valor de la Empresa. La diferencia entre el Valor de la Empresa y el Valor de la Deuda permitió obtener el Patrimonio de la Empresa, el cual fue dividido para el número de acciones que tiene la Empresa y el resultado fue el Valor de cada acción en el Mercado.



El Modelo de Valoración utilizado tiene supuestos comúnmente aceptados para hallar Valoraciones Financieras de empresas, pero esto no implica que es el único modelo de Valoración, éste variará de una empresa a otra dependiendo de su razón de ser.

CAPITULO I

1.- DESCRIPCIÓN DE LA ACTIVIDAD DE LOS MEDIOS DE COMUNICACIÓN ESCRITA.

1.1.- LA INDUSTRIA DE LOS MEDIOS DE COMUNICACIÓN

Un medio de comunicación requiere de estructura empresarial y recursos financieros. Los medios de comunicación pertenecen a sociedades de distinto tipo, que a su vez están integradas en el sistema económico nacional o internacional y que se deben por tanto a sus accionistas.

Ello explica en parte la importancia que la información económica tiene especialmente en la prensa escrita. Es así como una parte considerable de los recursos económicos de un medio de comunicación proceden de la publicidad (institucional y privada) la cual está condicionada a los contenidos de los medios. Ello

explica, por ejemplo, las largas series de anuncios en TV y el hecho de que lo primero que se diseña en un periódico es la publicidad.

Por todo ello los usuarios de medios de comunicación en una sociedad democrática deben conocer el origen último de los productos mediáticos y ser capaces de detectar posibles manipulaciones de los mismos, que puedan tener su origen en la estructura empresarial de los medios o en sus vinculaciones con el sistema económico.

Una de las funciones principales de los Medios de Comunicación es informar a los ciudadanos de lo que ocurre a su alrededor. Sin embargo y a pesar de lo que aparentan, los Medios de Comunicación no son totalmente transparentes, ni se limitan a reflejar meramente la realidad, sino que construyen una representación de la misma desde su propia perspectiva.

Estas representaciones de la realidad que construyen los medios vienen determinadas por distintos condicionantes. En primer lugar por la propia actitud del comunicador frente a la realidad y por su propia concepción de su responsabilidad como informador. Algunos informadores buscan la objetividad o aspiran a ella, pero otros consideran que deben aportar su propia perspectiva personal a la información. No podemos olvidar que también existen "desinformadores".



En segundo lugar, los medios seleccionan la materia sobre la que informan y deciden a priori lo que debe y no debe ser informado a los ciudadanos. Los medios establecen la agenda informativa.

En tercer lugar, la aparente realidad de las informaciones que suministran los medios enmascara opiniones particulares y les otorga una evidencia que muchas veces no tienen. Esta "evidencia" es consecuencia también del impacto social de los medios y de la credibilidad que les otorgan los ciudadanos.

1.2.- REGULACIÓN DE LOS MEDIOS DE COMUNICACIÓN ESCRITA

Los Medios de Comunicación Escrita están regulados por el Estado Ecuatoriano por la Ley de Telecomunicaciones en el cual se reconoce y se garantiza a las personas el derecho a la libertad de opinión y de expresión del pensamiento en todas sus formas.

También establece que aquellas personas que hallan sido afectadas por afirmaciones inexactas o carentes de prueba tendrán derecho a que estos medios hagan la rectificación correspondiente en forma obligatoria, inmediata y gratuita.

Estipula que todos los ciudadanos ecuatorianos tienen derecho a la comunicación y a fundar medios de comunicación social y acceder, en igualdad de condiciones, a frecuencias de radio y televisión.

A los Medios de Comunicación Escrita el Estado garantizará el derecho a acceder a fuentes de información; a buscar, recibir, conocer y difundir información objetiva, veraz, plural, oportuna y sin censura previa, de los acontecimientos de interés general, que preserve los valores de la comunidad, especialmente por parte de sus periodistas y comunicadores sociales.

Asimismo, garantiza la cláusula de conciencia y el derecho al secreto profesional de los periodistas y comunicadores sociales o de quienes emiten opiniones formales como colaboradores de los medios de comunicación.

No existirá reserva respecto de informaciones que reposen en los archivos públicos, excepto de los documentos para los que tal reserva sea exigida por razones de defensa nacional y por otras causas expresamente establecidas en la ley.

Los medios de comunicación social deberán participar en los procesos educativos, de promoción cultural y preservación de valores éticos. Se prohíbe la publicidad que por cualquier medio o modo promueva la violencia, el racismo, el sexismo, la intolerancia religiosa o política y cuanto afecte a la dignidad del ser humano

1.3.- ANÁLISIS DE UNA EMPRESA DEL MEDIO DE COMUNICACIÓN ESCRITA.

1.3.1 ANTECEDENTES.

El medio de comunicación escrita se fundó el 16 de septiembre de 1921 y fue el resultado de una súbita determinación del fundador y primer director del periódico.

Fue así como hace 82 años este diario saltó por primera vez a la palestra de todas las batallas de la cultura, la libertad y la democracia, armado de sinceridad en servir a la patria de fervor doctrinario, de inquebrantable anhelo de realizar una obra buena, alta y duradera.

1.3.2 HECHOS RELEVANTES DE LA EMPRESA.

1.3.2.1.- VISIÓN

Ser una organización sólida y cohesiva, identificada con los más caros intereses nacionales, enfocada a su razón de ser y líder en contenido periodísticos, para ser el mayor y mejor diario.



1.3.1.2.- MISIÓN

Informar sobre lo acontecido en las últimas veinticuatro horas en la ciudad, en el país y en el mundo, de manera clara, objetiva, honesta, imparcial y veraz, de esta forma orientar y ofrecer elementos de reflexión sobre los asuntos de orden público desde los espacios editoriales y de análisis en un producto útil, convenientemente bien presentado, impreso y que llegue a todos los sectores del país en el momento oportuno.

1.3.2.3.- VALORES

Entre los valores fundamentales de la empresa se encuentra:

- Verdad
- Libertad
- Responsabilidad
- Honestidad
- Justicia
- Respeto a la dignidad humana
- Lealtad al país
- Respeto a la libre expresión del pensamiento

1.3.2.4.- PRINCIPIOS

De los principios de la Empresa:

1. Desarrollar la misión en ejercicio de la libertad de prensa, cuya vigencia será exigida y defendida por el diario, dentro del marco institucional y en acatamiento a las autoridades legalmente constituidas.
2. Se propugna el respeto a la vida privada de los ciudadanos, a la moral social, a las instituciones que conforman la sociedad y a la unidad nacional en la aceptación de la diversidad y en la defensa de nuestra territorialidad.
3. Se respeta la dignidad, la intimidad, los derechos y el bienestar de las personas, tanto en el trato empresarial como en la cobertura periodística. La empresa no prohija el ocultamiento de información relevante, pero tampoco permite la violación de los derechos de las personas.
4. Se favorece todos los esfuerzos en pro de la paz y se rechaza cualquier evento que invoque la violencia. Se rechaza las posturas extremas y adoptamos una posición de equilibrio frente a los problemas del país.
5. Mantener independencia y rechazar presiones de cualquier procedencia para variar el sentido objetivo de una información.

6. Trabajar sin compromiso políticos, sociales, laborales, comerciales o de cualquier índole que puedan inferir con el derecho del lector a conocer la verdad.
7. Recordar siempre que se trabaja para el lector y que esto implica la responsabilidad de ser depositario del derecho que tiene todo ciudadano a ser informado imparcialmente.
8. Se defiende la confidencialidad de las fuentes de información y de todos los datos que maneja la empresa en todos los departamentos y funciones.
9. Se utiliza las páginas del Diario para cumplir los objetivos periodísticos, en ningún caso para favorecer o perjudicar a persona o ciertos grupos, ni para buscar beneficios personales.
10. Mantener una organización eficiente y respetuosa de las leyes, que garantice la rentabilidad necesaria para sostener la independencia periodística y asegurar el liderazgo de la empresa.
11. El éxito de esta tarea se basa en la selección adecuada del recurso humano y en su desarrollo, compromiso y motivación, así como en una administración eficaz y adecuada. Se fomenta el amor al trabajo bien realizado, los logros de equipo y las buenas relaciones interpersonales.



1.3.3.- ADMINISTRACION

En 1990 la dirección de este Diario Nacional reorganizó el equipo administrativo y de inmediato se reestructuraron las áreas financiera, comercial y de mercado.

La inversión que exige actualmente la actividad periodística, debido a los costos siempre crecientes de las maquinarias utilizadas en los procesos de redacción, producción e impresión la pudieron afrontar en su momento.

La toma oportuna de decisiones, la modernización de los sistemas de trabajo, la creación de nuevos departamentos y la reorganización total del área administrativa, han sido factores determinantes en el éxito de las gestiones que fueron encomendadas al equipo gerencial de la que la Empresa que asumió el reto del cambio en 1990.

1.3.4.- RECURSOS HUMANOS

El Diario cuenta con cerca de 500 empleados. Preocupación permanente de la empresa es la capacitación de su personal. Por ello, realizan con gran frecuencia seminarios para los trabajadores de las diversas secciones es así como en el año 2000 se invirtieron cerca de 500,000 dólares. En ese lapso se dictaron 35 cursos. Se debe destacar el hecho de que numerosos empleados viajaron al exterior para recibir adiestramientos especiales en los últimos dos años.

A partir de 1995, el departamento de recursos humanos fue totalmente automatizado.

Esto posibilitó su eficiencia en todas y cada una de las tareas que le competen.

Las estrategias se basaron en:

1. Elaborar un plan de difusión, promoviendo un diálogo sobre la identidad, a fin de mantener permanentemente actualizados y vigentes: la visión, la misión, los valores y principios.
2. Enfocar el trabajo a una razón de ser (contenido), mediante el mejoramiento continuo de los procesos de recolección, edición y distribución, para satisfacer las necesidades del mercado.
3. Asegurar una recolección noticiosa local, nacional e internacional, abundante, fluida y ágil.
4. Asegurar que la información sea veraz, imparcial, relevante, objetiva y breve; que contenga valor agregado útil, diversidad de contenido y servicios; y que se presente en forma impecable y atractiva.
5. Asegurar una difusión oportuna, de gran cobertura y de alta penetración en su grupo objetivo.

6. Asegurar a través de nuevos medios una mayor participación de la torta de información.
7. Perpetuar una organización eficiente que garantice la rentabilidad necesaria, para sostener un proceso permanente de mejoramiento, actualización y expansión, asegurando así el liderazgo de la empresa en el tiempo.
8. Asegurar la mejor selección del recurso humano, en sus actitudes y aptitudes.
9. Asegurar una administración profesional, eficiente y transparente.
10. Contar con indicadores de gestión acordados y explícitos.
11. Mejorar y ampliar la interacción entre la empresa, sus lectores y anunciantes.
12. Asegurar la rentabilidad que garantice la independencia del contenido y liderazgo de la empresa.

1.3.5.- SERVICIOS DISPONIBLES

El medio de Comunicación Escrita ofrece a sus lectores los siguientes servicios:

- Actividades

- Suscripciones
- Publicidad
- Línea Caliente
- Horóscopo
- Palabra Diaria
- Consumidor
- Religiosa y Obituarios
- Clasificados
- Consumidor
- Teléfonos útiles
- Puertos
- Mareas
- Terminal aéreo
- Terminal terrestre
- Farmacias de turno
- Trámites
- Cartelera de Cines y espectáculos
- Envíe Mensajes
- Cartas al Diario
- Página WEBSITE



1.3.6.- PARTICIPACIÓN EN EL MERCADO.

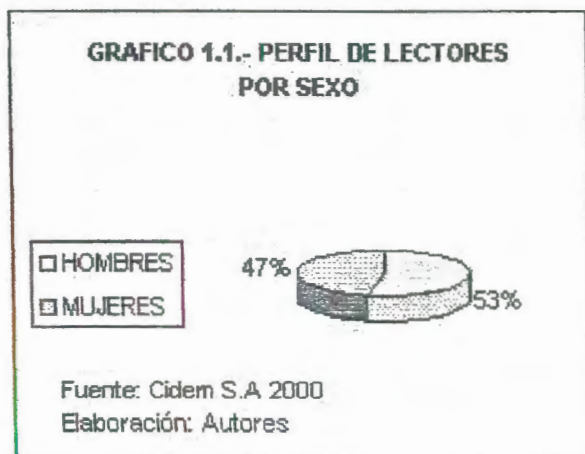
El Medio de Comunicación Escrita satisface el 51% de la demanda de periódicos a nivel nacional y el 80% del mercado en la Provincia del Guayas, con una tirada promedio de 151.220 ejemplares los lunes, martes, jueves, viernes y sábado; 331.420 los miércoles y 271.560 los domingos.

La lectoría es de 4,5 personas por ejemplar. Es decir que tanto miércoles como domingo el número de lectores supera el millón de personas. Esto revela la alta penetración del Diario en todos los segmentos de la población.

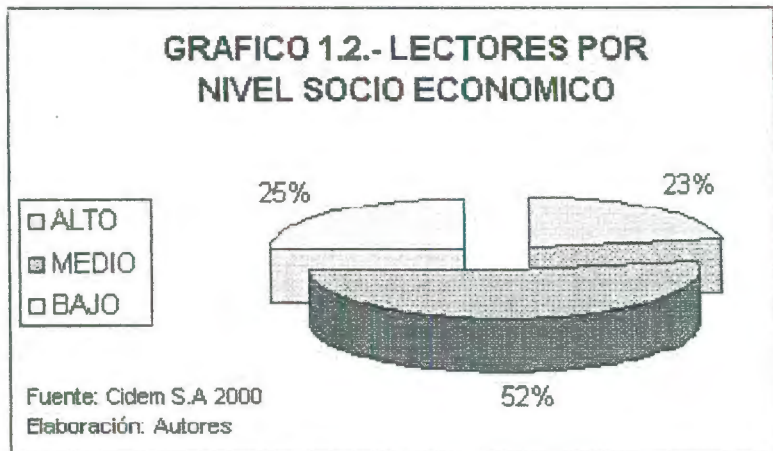
Durante los 365 días del año, el Diario llega antes del alba a decenas de miles de hogares, comercios y oficinas en todos los rincones del país, gracias a una red de distribución integrada por más de cinco mil canillitas.

El Diario es leído según el sexo por mujeres en un 47% y por hombres en un 53%.

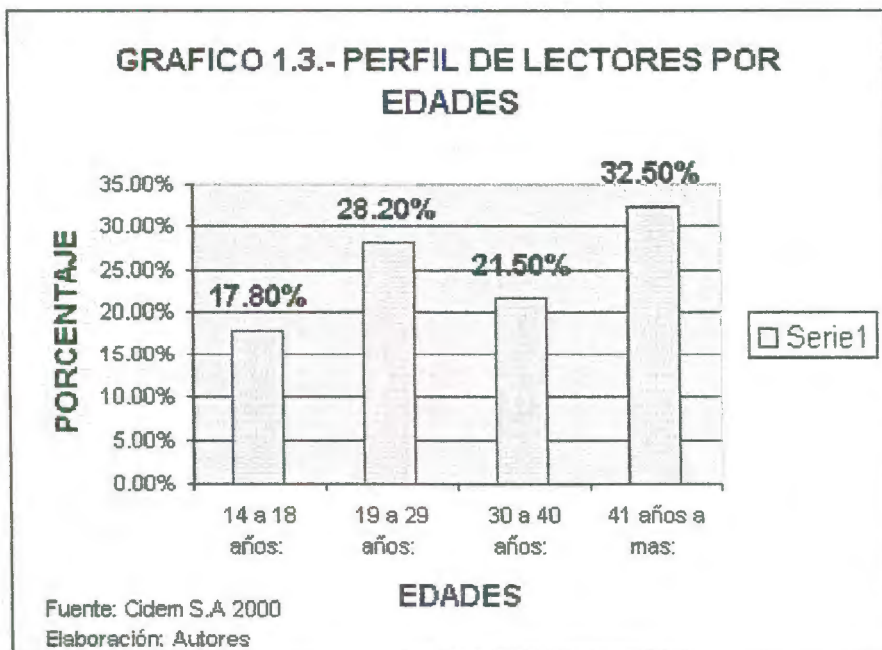
(Gráfico 1.1)



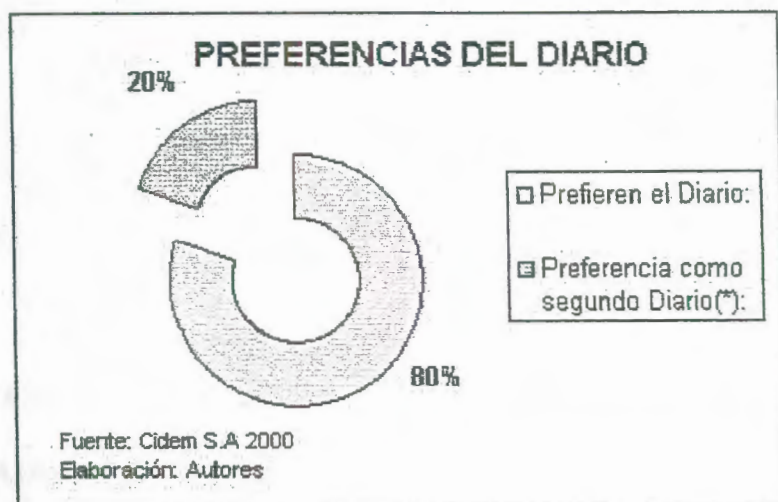
Según el Nivel Socio Económico el Diario es leído por el Nivel Socio Económico Alto en un 22.5%, por el Nivel Socio Económico Medio Típico en un 52.3% y por el Nivel Socio Económico Bajo en un 25.2%. (Gráfico 1.2)



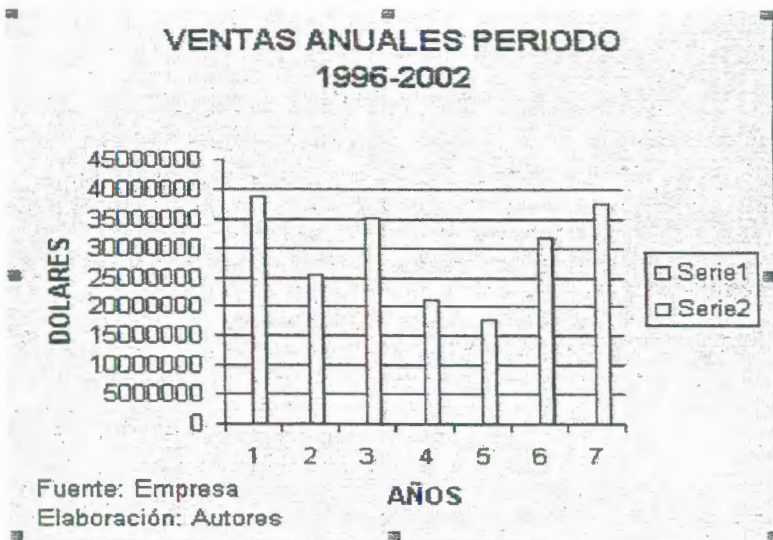
Por edades de los lectores el Medio de Comunicación Escrita es leído de 14 a 18 años en un 17,8%, de 19 a 29 años en un 28.2%, de 30 a 40 años en un 21,5% y de 41 años a más en un 32.5%. (Gráfico 1.3)



Quienes prefieren leer el diario en la Provincia del Guayas es un 80% de los lectores de periódicos y el 20% restante prefieren el diario como segunda opción. Es decir cuando no encuentran el diario de su preferencia en el mercado, optan por el diario.(Gráfico 1.4.-)



Las Ventas anuales para el período comprendido entre 1996 - 2002 registradas por el diario fueron:



1.4.- ESTRUCTURA GENERAL DEL BALANCE GENERAL Y ESTADO RESULTADO DE LA EMPRESA.

La mayor parte de la información que disponen los tomadores de decisiones financieras en las empresas provienen de los Estados Financieros.

Para preparar los Estados Financieros se tiene que tomar en cuenta las reglas establecidas por la contabilidad, sin embargo la mayoría de las empresas no coinciden en la manera de contabilizar sus Estados Financieros, esto va a depender de la razón de ser de cada negocio.

Con el propósito de explicar las características del Balance General de un Medio de Comunicación Escrita se han realizado simplificaciones del mismo, destacándose sus partidas principales.

El Activo del Medio de Comunicación Escrita está compuesto por:

Activos:

- Caja y Bancos
- Cuentas por Cobrar
- Inventarios
- Inversión Temporal
- Activo Fijo Neto

Caja y Bancos.- Es el producto de operaciones normales de la empresa como transacciones por ventas que son un 95% del total de ésta cuentas. El 5% restante pertenece a préstamos obtenidos por la empresa.

Cuentas por Cobrar.- La conforman Transacciones por cuentas a créditos y anticipos a cuentas personales de accionistas.

Inversión.- Está compuesta por la materia prima, repuestos e importaciones en tránsito, suministros y artículos promocionales.

Inversión Temporal.- Suman los excedentes de caja y bancos colocados en depósitos a corto plazo para lograr rentabilidad.

Activo Fijo Neto.- Es el Activo Fijo menos la Depreciación.

Los Pasivos del Medio de Comunicación Escrito están compuestos por:

Pasivos Corrientes.- Son las Cuentas por pagar a Corto Plazo relacionadas a Beneficios Sociales y Valores Impositivos.

Pasivos No Corrientes.- Es la deuda obtenida por la empresa con vencimiento más allá de un año.

Otros Pasivos.- Esta cuenta básicamente está compuesta por las Provisiones por Jubilaciones.

El estado de resultados está compuesto por:

Ventas

- Costos de producción

= **Margen Bruto**

- Total de Gastos Operacionales

= **Utilidad Operacional**

+ Otros Ingresos y Egresos

= **Utilidad Antes de Impuestos y Participación a los Trabajadores**

- Impuestos a la Renta
- Participación de la Utilidad para Trabajadores
- =Utilidad Neta después de Impuestos y P.U.T.**
- Utilidades a Reinvertir
- = Utilidad Neta a Repartir**

Margen Bruto.- Es la diferencia entre las Ventas por Publicidad, Venta de ejemplares y Costos de producción. Las ventas por publicidad son la mayor fuente de Ingresos del Medio de Comunicación Escrita.

Utilidad Operacional.- Es el margen bruto menos los Gastos de Ventas y Gastos Administrativos relacionados con la razón de ser de la Empresa.

Utilidad antes de Impuestos y P.U.T.- Compuesta por la suma de la Utilidad Operacional más Otros Ingresos y Egresos Netos que no tienen que ver con la razón de ser de la Empresa, ya sean ventas de residuos de Papel, excedentes industriales, artículos dañados, egresos por provisiones de Importaciones, etc.

Utilidad Neta después de Impuestos y P.U.T.- Es la Utilidad antes de Impuestos y P.U.T menos el pago del 25% de Impuesto a la Renta y el 15% correspondiente a la Participación de las Utilidades para los Trabajadores exigida por el Estado.

Utilidad Neta a Repartir.- Corresponde la diferencia entre la Utilidad Neta después de Impuestos y P.U.T y la decisión por parte del Consejo de Accionistas de reinvertir o no parte de esta Utilidad en la empresa.



CAPITULO II

2.- METODOLOGIA.-

Para el estudio de las Razones Financieras de la Empresa se va a asumir un análisis anual comprendido entre los años 2000 - 2002, ya que los años anteriores al período de análisis presentaban mucha distorsión producto de la crisis económica que afecto al país, la pérdida del poder adquisitivo de la moneda nacional (el sucre) y el consiguiente cambio de esquema monetario (la dolarización).

Se ha considerado para cada una de estas Razones un promedio anual que permite observar la variación o estabilidad de dichos ratios al cabo de los tres años.

2.1.- Razones de liquidez

Muestra la relación que existe entre el efectivo de una empresa y otros activos circulantes y sus pasivos circulantes.

2.1.1.- Razón del Activo Circulante

Activos Circulantes divididos entre Pasivos Circulantes. Muestra la habilidad de una empresa para cubrir sus pasivos circulantes con sus activos circulantes.

Activo Circulante / Pasivo Circulante

La Empresa que está siendo analizada muestra una ratio promedio en los tres años analizados de 1.757 lo que implica que la empresa tiene una mayor capacidad para pagar sus cuentas, ya que por cada dólar que la empresa tiene como Pasivo Corriente posee un dólar con setenta y cinco centavos en activos exigibles para cubrirlos.

Sin embargo la razón tiene que ser considerada como algo imperfecto, debido a que no toma en cuenta la liquidez de los componentes individuales de los activos circulantes.

2.1.2.- Razón de la Prueba de Acido

Muestra la habilidad de la empresa para ser frente a los pasivos circulantes con sus activos de mayor liquidez, ya que se les resta la cuenta Inventarios que son el Activo menos líquido de los Activos Circulantes de la empresa.

Esta razón se concentra en el efectivo, los valores realizables y las cuentas por cobrar en relación con las obligaciones circulantes, siendo una medida de liquidez de mayor precisión.

$$\frac{\text{(Activo Circulante - Inventario)}}{\text{Pasivo Circulante}}$$

El promedio de las ratios durante los tres años fue 1.343. Al comparar éstas dos Ratios de las Razones de Liquidez, se constata que la razón de Prueba de Acido es menor pues solo trabaja con la parte mas líquida de los activos de la Empresa.

2.2.- RAZONES DE APALANCAMIENTO

Razones que muestran el grado en que la Empresa esta financiada por deuda.

2.2.1.- Razón Pasivo a Capital Contable

Se divide la deuda total de la Empresa (incluyendo los Pasivos Circulantes) entre su Capital Contable.

Pasivo Total / Capital Contable.

En los tres años de análisis se obtuvo un promedio de 0.705 ésta razón explica que los acreedores proporcionan 70 centavos de financiamiento por cada dólar que aportan los accionistas. Desde la perspectiva de los acreedores, mientras mayor sea la proporción de financiamiento provista por los accionistas, mayor cobertura (margen de protección) existirá para el cumplimiento de los pagos de la deuda en caso que se presenta una disminución en valor de los activos.

2.2.2.- Razón de Deuda a Activos Totales

Destaca la importancia relativa del financiamiento por deuda para la empresa al mostrar el porcentaje de activos de la empresa que se sustentan mediante el financiamiento de deuda.

Deuda total de la empresa / Activos Totales.

El 34% de los Activos de la empresa están financiados con deuda, mientras que el 66% restante del financiamiento proviene del capital de los accionistas.



Mientras mayor sea el porcentaje de financiamiento que permita el Capital de los accionistas, más grande es el colchón de protección proporcionado a los acreedores de la empresa, y esto reflejará un menor riesgo financiero.

2.3.- RAZONES DE COBERTURA

Relacionan los cargos financieros de una empresa con su habilidad para servirlos o cubrirlos.

2.3.1.- Razón de cobertura de interés

Esta razón sirve como medida de la capacidad de la empresa para hacer frente a sus pagos de interés y así evitar la bancarrota.

$$\text{EBIT/ Gasto por Interés}$$

La ratio promedio de los tres años fue de 2.66 lo que muestra que la empresa puede cubrir el Interés Anual 2.66 veces con el Ingreso Operativo (EBIT).

2.4.2.-

Mientras más alta es la razón, mayor es la probabilidad de que la empresa pueda cubrir sus pagos de interés sin dificultad.

2.4.- RAZONES DE ACTIVIDAD

Razones que miden que tan efectivamente utiliza la empresa sus activos.

2.4.1.- Actividad de las cuentas por Cobrar

La razón de cambio de las Cuentas por Cobrar proporcionan información sobre la calidad de las cuentas por cobrar de la empresa y de que tan exitosa está la empresa en sus recaudaciones.

Ventas Anuales a Crédito/ Cuentas por Cobrar

El promedio de los tres años analizados es de 17.063 nos indica el número de veces que se han cambiado las cuentas por cobrar (convertido en efectivo) durante el año. Entre más alto el cambio, menor el tiempo entre la venta típica y la recaudación de efectivo.

2.4.2.- Rotación de Inventarios

Ayuda a determinar con qué tanta eficiencia la empresa administra el inventario.

Costo de la Mercancía Vendida / Inventario.

La razón de rotación de inventario nos dice la rapidez con la que se rota el inventario al convertirse en cuentas por cobrar o en efectivo a través de las ventas durante el año.

El promedio de los tres años la razón de Rotación de Inventario es de 4.95 es decir que su Inventario rota muy rápido y que no es excesivo esto demuestra que mientras más alta la rotación de inventario más eficiente será la Administración de Inventarios de una empresa y por tanto representará un activo de mayor liquidez.

2.5.- RAZONES DE RENTABILIDAD

Grupo de razones que muestra el efecto de la liquidez, la administración de los Activos y la administración de Deudas sobre los resultados Operativos. Relacionan las utilidades con las Ventas y la Inversión.

2.5.1.- Rentabilidad en relación con las Ventas

Esta razón señala la utilidad de la empresa en relación con las Ventas después de deducir el costo de producir las mercancías vendidas.

$$\text{(Ventas Netas - Costo de Mercancía Vendidas) / Ventas netas}$$

El promedio de los tres años analizados fue de 0.353 lo que quiere decir que la empresa es tan eficiente que puede producir y vender su producto en un 35.3% por arriba de sus costos directos.

2.5.2.- Rendimiento sobre la Inversión (ROA)

Relaciona las Utilidades con las Inversiones, se la conoce también como rendimiento de los Activos (Return on Assets).

Utilidad Neta Después de Impuestos / Activos Totales.

El promedio de los tres años fue de 0.045 esto quiere decir que el Medio de Comunicación Escrita por cada dólar invertido en Activos Totales genera 4.5% en utilidad neta, es decir, 4.5 centavos de dólar.

2.5.3.- Rendimiento sobre Capital en Acciones Comunes (ROE)

Resume el desempeño global de la empresa sobre el capital en acciones comunes.

Compara la utilidad neta después de impuestos, con el capital que han invertido los accionistas en la empresa.

Utilidad Neta Después de Impuestos / Capital de los Accionistas

Esta razón indica la capacidad de generar utilidades sobre el valor en libros de la inversión de los accionistas.

La compañía muestra en promedio de los tres últimos años una ratio de 15.5% lo que quiere decir que la empresa posee importantes oportunidades de inversión y una administración de gastos eficientes

Esto indica que por cada dólar que los accionistas mantienen invertido en el capital de la empresa, se genera en promedio un 15.5% de rentabilidad, es decir, 15.5 centavos de dólar. **(Ver Anexo 1)**



CAPITULO III

3.- PROYECCIONES DE ESTADOS FINANCIEROS

3.1.- METODOLOGIA DE PROYECCIÓN DEL BALANCE GENERAL Y ESTADO DE RESULTADOS.

La proyección de Estados Financieros depende de diversos factores como la validez y disponibilidad de los datos históricos; la inclusión de factores externos o de la economía en que se desarrolla, la precisión que se desee obtener en los resultados, el tiempo destinado al estudio, etc.

La preparación de pronósticos es un proceso iterativo, tanto en la forma como se generan los Estados Financieros como en la manera en la que se desarrollan los planes financieros. Para propósitos de planeación, se elabora un pronóstico preliminar

con base en una continuidad de las políticas y tendencias anteriores; esto proporciona un pronóstico básico como punto de partida. A continuación el modelo se modifica para ver que efectos tendrían los planes operativos alternativos sobre las utilidades de la empresa y su condición financiera, obteniendo como resultado un pronóstico revisado.

Cualquier pronóstico de los requerimientos financieros implica:

- Determinar la cantidad de dinero que necesitará la empresa durante un período determinado.
- Determinar la cantidad de dinero que la empresa generará internamente durante el mismo período.
- Sustraer de los fondos requeridos los fondos generados para determinar los requerimientos financieros externos.

3.1.1.- METODO DEL ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO

A continuación se pronostica el Estado de Resultados del año siguiente para obtener una estimación inicial de la cantidad de utilidades retenidas que la empresa generará durante los años siguientes.

El Estado de Resultados Proforma es el resumen de los ingresos y gastos esperados de una empresa, para un período en el futuro, que termina con el ingreso (perdida) neto para el período.

VENTAS NETAS

Las ventas netas del periodo 2003–2007 se proyectaron bajo el supuesto de crecimiento del 8% anual. Se aplicó un Modelo Econométrico basado en Series de Tiempo para tratar de pronosticar cuál iba ser el comportamiento de las mismas, se obtuvo un modelo ARMA(1) el cuál pronosticaba unas ventas muy conservadoras que no iban de acuerdo con el crecimiento esperado por los funcionarios de la empresa y no se asemejaba al crecimiento histórico de la misma. (*Ver Anexo 2.4*)

La tasa de crecimiento del 8% de las ventas se la obtuvo considerando las Ventas Nominales de los años 2001 y 2002 y deflactándolas para el nivel de inflación de cada uno de los años, obteniéndose un crecimiento real del 8%. Se tomó esta variación entre estos dos años ya que los demás años presentaban una distorsión, lo cual no iba a permitir hallar una tasa de crecimiento real.

A partir del año 2008 se estima un crecimiento a perpetuidad de las ventas a una tasa del 2.43% anual dada su capacidad productiva y su nivel de participación en el mercado. Esta tasa se calculó en base al logaritmo natural de las ventas trimestrales del período 2000-2002 debido a que las ventas de estos años indican una fuerte

recuperación económica y presentan menos distorsión para el cálculo de la tasa de crecimiento.

A continuación se realizó las diferencias entre los logaritmos naturales de las ventas y se extrajo una línea de tendencia al graficar las diferencias, esta línea de tendencia dió una tasa de crecimiento promedio del 2.43% anual.

COSTOS DE PRODUCCION

Los Costos de Producción se los proyectó en base al porcentaje histórico que han representado de las Ventas Netas, tomando como período de análisis los años comprendidos entre 1999-2002, es decir los costos de producción han representado históricamente el 61.03% del total de las Ventas Netas.

GASTOS OPERACIONALES

Para la proyección de los Gastos Operacionales se tomó como período de estudio los años 1999–2002. Los Gastos Operacionales han representado históricamente el 23% de las Ventas Netas.

Para estimar los Gastos de Ventas se consideró el porcentaje histórico que han representado del Gasto Operacional, es decir dicho Gasto ha significado el 65.06% del total de Gastos Operacionales; por lo tanto los Gastos de Administración han representado el 34.94% del total de los Gastos Operacionales.

INGRESO FINANCIERO

El Ingreso Financiero se lo relacionó con la cuenta Inversiones Temporales ya que de esta cuenta se derivan los ingresos financieros en intereses en inversiones realizadas en pólizas, en cuentas de bancos, etc. Se obtuvo el porcentaje histórico de los Ingresos Financieros en relación con las Inversiones Temporales tomando como período de estudio los años 1999-2002 el cual fue del 3%.

Aunque este porcentaje parece bajo debemos mencionar que una gran proporción de los recursos están invertidos en el exterior por tanto la tasa de ingresos financieros es relativamente baja en relación a la tasa de ingreso promedio en instituciones financieras del país (tasa pasiva promedio 5%).

GASTOS FINANCIEROS

En la cuenta Gastos Financieros se encuentra los intereses generados por los Documentos por Pagar, por lo tanto el Gasto Financiero se lo relacionó con la cuenta del Pasivo no Corriente (Documentos por Pagar a largo plazo) tomando como años de estudios el período comprendido entre 1999-2002. Históricamente el Gasto Financiero ha representado el 16% anual del Pasivo no Corriente. Para proyectar esta cuenta primero se obtuvo la proyección del Pasivo no Corriente, y de ahí se calculó el 16% que representan los Gastos Financieros proyectados para cada período.



OTROS INGRESOS NETOS

La cuenta de Otros Ingresos netos ha tenido un crecimiento histórico del 8.38% anual en el período 1999-2002 y por tanto se la proyectó bajo esta tasa supuesta.

PARTICIPACIÓN DE LOS TRABAJADORES

Se asumió que la participación a los trabajadores se mantendrá constante a lo largo de los años es decir, el 15% anual.

IMPUESTO A LA RENTA

En lo que respecta al Impuesto a la Renta se asume que las políticas tributarias se mantendrán estables hasta el fin del horizonte de proyección por lo tanto la tasa impositiva se mantendrá en el mismo nivel del 25% anual.

UTILIDAD A REINVERTIR

Respecto a las Utilidades Netas después de impuestos generadas en el año, la Junta de Accionistas es quien decide que porcentaje se retiene para ser reinvertido y que porcentaje se reparte a los accionistas. Para el caso de esta compañía debemos mencionar que en los últimos años sólo se ha retenido el 10% de Reserva Legal y el 10% de Reserva Facultativa (porcentaje establecido por los accionistas) y la diferencia se ha repartido a los accionistas.

Para esta Valoración hemos supuesto que el porcentaje de Utilidades Retenidas es del 30% y que la diferencia se reparte a los accionistas. El porcentaje retenido pasa a formar parte del Patrimonio total de la compañía. (VER ANEXO 2.1)

3.1.2.- METODO DEL BALANCE GENERAL PROYECTADO.

3.1.2.1.- PROYECCIÓN DE ACTIVOS

INVENTARIOS

Se estableció que históricamente la Razón de Rotación del Inventario ha sido de 4.95 veces, por tanto, el Inventario proyectado para un período será el cociente del Costo de Producción proyectado de ese período para 4.95 veces.

INVERSIÓN TEMPORAL

La cuenta de Inversión Temporal representa el excedente de efectivo que será invertido en depósitos a corto plazo, pólizas u otros documentos que proporcionan rentabilidad en un período determinado. Históricamente la Inversión Temporal ha representado el 68% anual del Margen Bruto para los años de 2001 y 2002, se tomó este período de análisis debido a que en estos años el valor de esta cuenta ha sido muy significativo. Por lo tanto la Inversión Temporal proyectada para un período determinado será el 68% anual del Margen Bruto proyectado para ese período.

CAJA Y BANCO

La cuenta de Caja y Banco fue proyectada en base a la Inversión Temporal. Se tomó los años 2001 y 2002 para efectuar los cálculos debido a la estabilidad en éstas cuentas de dichos años. Históricamente la cuenta de Caja y Banco ha representado el 24.73% anual con respecto a la Inversión Temporal, es decir que la cuenta Caja y Banco proyectada para un período es el 24.73% de la Inversión Temporal proyectada para ese período.

CUENTAS POR COBRAR

Cuentas por Cobrar se proyectó en base al porcentaje histórico que ha representado esta cuenta con respecto a las Ventas Netas considerando un valor del 6.33% anual, se considero para este cálculo los años 2001 y 2002 debido a que esta proporción se presentó más estable durante este período. Si lo expresamos de otra manera, la rotación promedio de las cuentas por cobrar es 15 veces el valor de las ventas anuales.

ACTIVO FIJO NETO

El Activo Fijo neto se lo mantuvo constante durante todo el horizonte de proyección ya que según conversaciones con los funcionarios de la compañía, no se estima que ésta vaya a adquirir Activos Fijos durante este período. La Depreciación anual se la asumió como el 5% anual del total de Activo Fijo y se mantiene constante para los años proyectados porque se asume que la Empresa no cambiará en este período la

política de depreciación. El total de Activo Fijo aumenta de año a año para reponer la depreciación y así poder mantener constante el Activo Fijo Neto.

Se asume que la cuenta de Inversión a Largo Plazo se mantiene constante durante el período de análisis porque la empresa considera que durante este período no va a variar sus Inversiones a largo plazo que corresponden mayoritariamente a inversiones en subsidiarias.

3.1.2.2.- PROYECCIÓN DEL PASIVO

CUENTAS POR PAGAR

Cuentas por Pagar se la relacionó con los Inventarios tomando como año de estudio el 2002 debido a que este período es bastante estable. La relación entre ambas cuentas es directa ya que el abastecimiento del Inventario es realizado por los proveedores que representan el mayor porcentaje de las Cuentas por Pagar.

Históricamente el Inventario ha representado 2.5677 veces la Cuenta por Pagar. Las Cuentas por Pagar proyectadas se las obtuvo en base a los Inventarios proyectados para cada período multiplicado por 2.5677 veces.

PASIVO NO CORRIENTE

El Pasivo no Corriente contiene la cuenta Documentos por Pagar. Esta cuenta a lo largo del período 1999-2002 ha ido aumentando significativamente; por otro lado para el período 2003-2007 ésta cuenta decrece dado que los recursos generados por la dinámica del negocio permiten realizar abonos a la deuda actual que conforma casi la totalidad de los Pasivos no Corrientes.



OTROS PASIVOS

La cuenta otros Pasivos contiene las jubilaciones de los empleados de la empresa, esta cuenta se la proyectó en base al crecimiento histórico del período comprendido entre 1999 - 2002 que ha sido del 4.98% anual. Es decir la cuenta Otros Pasivos proyectada crecerá para el 2003 en 4.98% con respecto al 2002.

3.1.2.3.- PROYECCIÓN DEL PATRIMONIO

CAPITAL

Para la proyección de la cuenta Capital del año 2003 se consideró el Capital obtenido en el año 2002 mas la Utilidad Retenida al 31 de diciembre del 2002. La Utilidad Retenida se la considera en un 30% de la Utilidad después de Impuestos para cada período, este porcentaje de la utilidad después de Impuesto se lo adicionó al Capital del período consecutivo. Para los años siguientes ésta cuenta se la proyectó en base al capital acumulado más la utilidad retenida del año anterior.

La cuenta Utilidad del año presente se la obtuvo del Estado Resultado proyectado correspondiente a cada año.

RESERVA DE REVALORIZACION DEL PATRIMONIO

En la cuenta Reserva de Revalorización del Patrimonio se consideró constante el valor del 2002 para el periodo de proyección 2003 – 2007 debido a que la empresa no ha decidido capitalizar este valor. **(VER ANEXO 2.2)**

3.2.- PROYECCIÓN DE LOS FLUJOS DE CAJA

En los modelos de Valoración el Valor de la Empresa debe ser igual al Valor Presente de los flujos esperados a futuro por los accionistas.

El análisis del Flujo de Caja Descontado es una manera común de aplicar este principio ya que relaciona directamente todos los elementos que afectan el valor de la entidad. La Valoración basada en el análisis del Flujo de Caja Descontado puede ser estructurada de la siguiente manera:

- Pronosticar los Flujos Efectivos Disponibles para los accionistas y luego descontar estos Flujos Esperados a la Tasa de la Rentabilidad Esperada del Inversionista, obteniéndose como resultado el Valor Estimado del Patrimonio.

- Pronosticar los Flujos de Efectivos Disponibles para todos los proveedores de Capital (Deuda y Patrimonio), y luego descontar los Flujos Efectivo Esperado a la tasa del Costo de Capital Medio Ponderado después de Impuestos. Después de sustraer el valor de la Deuda del Valor de la Empresa para llegar al Patrimonio.

Para el caso de las Instituciones Financieras como los bancos se recomienda usar la primera metodología mencionada.

Para el análisis de la Empresa del Medio de Comunicación Escrita se utilizó la segunda metodología mencionada anteriormente.

Se utilizará el Modelo de Flujo de Caja Libre descontado como base para la Valoración de esta Empresa.

$$FC_o = \frac{FC_1}{(1+WACC)} + \frac{FC_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{(FC_n)+E(FC_n)}{(1+WACC)^n}$$

Donde:

FC_o = Valor Presente de todos los Flujos de Caja proyectado

FC_1 = Flujo de Caja Esperado en el periodo 1

FC_2 = Flujo de Caja Esperado en el periodo 2

FC_n = Flujo de Caja Esperado en el periodo n

$E(FC_n)$ = Valor Esperado al final del periodo n, el cual puede ser interpretado como el Valor Presente en el tiempo n de todos los Flujos de Caja posteriores al horizonte de proyección.

$WACC$ = Tasa de Costo de Capital Medio Ponderado después de Impuestos

Para resolver el hecho que el modelo necesita proyectar los Flujos de Cajas para todos los años del período establecido, se puede considerar un supuesto de crecimiento constante de los Flujos de Caja a una tasa (g). Eliminando las esperanzas y definiendo el Valor Final como el Valor Presente de los Flujos de Caja Futuros, la ecuación se expresa:

$$FC_o = \frac{FC_7(1+g)}{(1+WACC)} + \frac{FC_7(1+g)^2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{FC_7(1+g)^n}{(1+WACC)^n}$$

Simplificando, tenemos:

$$FC_o = \frac{FC_7(1+g)}{(WACC - g)}$$

Dado que la vida de la Empresa es indefinida, se adaptará este modelo de Flujo de Caja descontado al caso de la Empresa analizada utilizando dos escenarios. En el primero se proyectará los Flujos de Caja para los años explícitos del período y en el segundo escenario se establecerá una tasa de crecimiento constante de los Flujos de Caja a perpetuidad teniendo como base los Flujos de Caja del año 2007. La tasa g es 2.43% anual, ésta tasa se estableció en base al crecimiento de las Ventas de los años 2000-2002 explicado anteriormente.

3.3.- DETERMINACIÓN DEL FLUJO DE CAJA DISPONIBLE PARA LOS ACCIONISTAS Y BONISTAS

El Flujo de Caja Disponible para los Accionistas y Bonistas es el Flujo generado por las operaciones de la Empresa y que está disponible para los Accionistas y Bonistas.

A continuación se muestra el formato del Flujo de Caja:

VENTAS

- Costos de Producción
- Gastos de administración y ventas
- = RESULTADO OPERACIONAL

INGRESOS

- + Ingresos financieros
- + Otros ingresos Netos

GASTOS

- Gastos financieros
- = RESULTADO ANTES DE IMPUESTO
- participación de los trabajadores
- Impuesto a la renta

= UTILIDAD (PERDIDA) DEL EJERCICIO

AJUSTES

(Movimientos contables que no corresponden a flujos de caja y resultado no operacional)

- + Depreciación
- + Gastos financieros después de impuestos

- = FLUJO DE CAJA BRUTO PERMANENTE

INVERSIONES

- Inversión de reposición
- Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo
- Variación de Deuda

- = FLUJO DE CAJA LIBRE

El modelo se resume de la siguiente forma:

Valor de la Empresa = Valor Presente de los Flujos de Caja Libre descontados por n años explícitos + Valor Presente del Valor Residual después de n años.

Luego de determinar el Valor Fundamental de la Empresa podremos determinar el Valor Fundamental del Patrimonio que se supone sería igual al Valor de Mercado al que se venderían sus acciones comunes si éstas fueran transadas en el Mercado Bursátil. Este valor se obtiene de restar el Valor de Mercado de la Deuda del Valor Fundamental de la Empresa. Para este caso vamos a considerar que el Valor de Mercado de la Deuda es igual al Valor Contable del Pasivo. Por tanto el Valor de Mercado del Patrimonio sería:

Valor de Mercado del Patrimonio = Valor Fundamental de la Empresa – Valor del Pasivo de la Empresa.

El precio fundamental de cada acción común se obtiene de dividir el Valor de Mercado del Patrimonio para el número de acciones en circulación a Diciembre del 2002.



3.4.- PROYECCIÓN DE LAS CUENTAS DEL FLUJO DE CAJA DISPONIBLE PARA LOS ACCIONISTAS Y BONISTAS.

Se utiliza el mismo criterio de la Proyección del Balance General y Estado de Resultados, se determina el Flujo de Caja disponible para los Accionistas y Bonistas de la Empresa, el cual esta expresado en dólares constantes de Diciembre del 2002 para ser consistente con la Tasa de Descuento. El período de proyección corresponde desde el 2003 al 2007 y el año 2008 es proyectado siendo este la base para la perpetuidad del Flujo de Caja.

La proyección del Flujo de Caja se basa en los mismos supuestos utilizados anteriormente en la Proyección de los Estados Financieros. Se puede observar que el Flujo de Caja Disponible para los Accionistas y Bonistas es la Utilidad Neta (Estado

de Resultados) más /menos los Ajustes de Requerimientos mínimos de Capital y variaciones de la deuda.

Como se describió anteriormente la Utilidad después de impuesto proyectada se obtuvo en base a los promedios y ratios utilizadas. Luego de obtener la Utilidad después de Impuesto proyectada para el 2003 al 2007, se debe proceder a ajustar el Flujo de Caja Disponible para los movimientos contables que no corresponden al Flujo de Caja y resultado no operacional.

Se realiza los siguientes ajustes contables para obtener el Flujo de Caja disponible para Accionistas y Bonistas:

- Se suma: la depreciación del período y los Gastos Financieros después de Impuesto para cada año proyectado, este último valor se obtuvo al calcular el 25% del Impuesto a la Renta a la cuenta Gastos Financieros.
- Se sustrae: la Inversión de Reposición que es la depreciación del período para cada año proyectado; aumento o disminución del Capital de Trabajo, este valor se obtuvo de la diferencia entre el Activo Corriente y Pasivo Corriente para cada año proyectado con el Activo Corriente y Pasivo Corriente del año anterior; y la variación de la Deuda, cómo la deuda ha variado de un año a otro.

Los valores de los ajustes realizados en el Flujo de Caja se obtuvieron de los Balances Generales Proyectados y Estados Resultados Proyectados para el periodo 2003 al 2007. **(VER ANEXO 2.3)**

CAPITULO IV

4.- Estimación de Tasas de Costo de Capital y Valoración de la Empresa.

4.1.- Aplicación del modelo Fijación de Precios Activos de Capital (C.A.P.M.)

Dado que el grado de riesgo relevante de una acción individual esta dada por su contribución al grado de riesgo de una cartera bien diversificada se requirió aplicar el modelo de Valuación de los Activos de Capital (CAPM). Dicho modelo permite hallar la Tasa de Rendimiento Esperada por el accionista (r_e) sobre un activo la cual será usada para hallar la Tasa del Costo de Capital Medio Ponderado después de Impuestos (WACC).

De esta manera la Rentabilidad Esperada del Accionista según el modelo CAPM será:

$$r_e = r_f + \beta * [E(r_m) - r_f]$$

Donde:

r_f = Tasa Libre de Riesgo, la cual se asume la de los bonos del Estado Ecuatoriano.

$E(r_m) - r_f$ = Premio por Riesgo, se tomó como base el Índice Standard and Poors.

β = Beta, es aquel coeficiente que mide la sensibilidad de los rendimientos de una acción a los cambios en los rendimientos sobre el portafolio de mercado relacionando el riesgo de mercado con el riesgo sistemático de la acción.

El Medio de Comunicación Escrita que esta siendo Valorado no transa acciones en el Mercado Bursátil lo cual no nos permitió hallar el coeficiente de sensibilidad Beta (β) del modelo CAPM por lo cual se asumió el Beta (β) de una empresa de riesgo similar.

Se consideró el Beta del diario "New York Time" porque es una empresa cuyo posicionamiento en el mercado en que se desenvuelve es muy similar al posicionamiento de la empresa Valorada aunque de tamaño muy superior.

A continuación se presenta un resumen de los datos para el cálculo de la Rentabilidad Esperada por el Accionista. (r_e)

Tasa Libre de Riesgo para los Bonos del Ecuador	14.75%
Prima por Riesgo	8.60%
Beta (β)	0.75
Tasa de Rentabilidad Esperada	21.20%

Supuestos del CAPM:

1. Los inversores buscan formar carteras eficientes, dado que son adversos al riesgo.
2. Todas las inversiones tienen para su planificación el mismo período, por ejemplo: un trimestre, un año, etc. El CAPM, al igual que el modelo de cartera, es un período.
3. Los inversores tienen expectativas homogéneas, por lo tanto, visualizan idénticas funciones de probabilidad para los rendimientos futuros.
4. Existe un mercado de capitales perfecto, lo que implica:
 - a. Todos los activos son perfectamente divisibles y comercializables.
 - b. No hay costos de transacciones ni de información.

- c. No existen impuestos.
- d. Cada comprador o vendedor tiene efectos prácticamente insignificantes sobre el mercado.
- e. Existe cualquier cantidad de dinero para prestar o pedir prestada a una misma tasa de interés para los inversores.
- f. Existe una tasa libre de riesgo e ilimitadas probabilidades de prestar y pedir prestado a una tasa.

4.2.- Aplicación de Costo de Capital Medio Ponderado (W.A.C.C.)

Dado que la Valoración de la Empresa perteneciente al Medio de Comunicación Escrita se realizará sobre el Flujo de Caja Disponible para los Accionistas y Bonistas, se aplicará la tasa de descuento relevante para estos Flujos, correspondiente al Costo de Capital Medio Ponderado después de impuestos (W.A.C.C.)

$$\text{W.A.C.C.} = r^* = r_D (1 - T_c) \frac{D}{V} + r_E \frac{E}{V}$$

Donde:

r^* = Costo de Capital Medio Ponderado después de impuesto.

r_D = Tasa Esperada de rentabilidad de Deuda. Fue tomada como referencia para el cálculo de esta tasa, la Tasa Activa Referencial del Banco Central del Ecuador.

r_E = Tasa Esperada de rentabilidad del Capital. Se utilizó la Tasa de Rentabilidad Esperada para el Accionista (r_e) obtenida anteriormente en el Modelo CAPM.

$\frac{D}{V}$ = Coeficiente de Ponderación de la Deuda respecto al Valor de Mercado de la empresa. Se consideró la proporción de Pasivos Totales / Activos Totales del año 2002, por ser el último de los años en el que se conocían los valores reales.

$\frac{E}{V}$ = Coeficiente de Ponderación del Capital basado en el Valor de Mercado.

Se estableció como la diferencia entre la unidad y el Coeficiente de Ponderación de la Deuda.

$V = D + E =$ Valor Total de Mercado para la empresa.

T_c = Tipo Marginal del Impuesto de Sociedades. Para poder hallar el Costo de Capital Medio Ponderado después de impuestos (W.A.C.C.), se asumió relacionar a esta tasa con la tasa impositiva del Impuesto a la Renta.



Un resumen de los datos a utilizar para el cálculo del Costo de Capital Medio Ponderado después de Impuestos se presentan a continuación:

Tasa Esperada de Rentabilidad de Deuda	13.69%
Tasa Esperada de Rentabilidad de Capital	21.20%
Coefficiente de Ponderación de Deuda	56.21%
Coefficiente de Ponderación de Capital	43.79%
Impuesto a la Renta	25%
Costo de Capital medio Ponderado después de Impuestos	15.05%

4.2.1.- Flujos descontados a la tasa del W.A.C.C.

Luego de haber obtenido la Tasa de Rendimiento Esperado para los accionistas, y considerarla posteriormente para el cálculo del Costo de Capital Medio Ponderado después de Impuestos, se pudo establecer una tasa de rendimiento exigible por los inversionistas de la empresa (accionistas y bonistas) que permitiría calcular el Valor Presente de la compañía (al 31 de Diciembre del 2002) descontando los flujos de caja proyectados desde el 2003 al 2007 y del flujo a perpetuidad (a partir del 2008).

A continuación se presenta un resumen del resultado de los Flujos de Caja Proyectados para el período del 2003 al 2007:

TABLA 4.1.- FLUJO DE CAJA LIBRE DISPONIBLE PARA LOS ACCIONISTAS Y BONISTAS	
2003	9.817.456,48
2004	5.055.450,85
2005	5.417.724,98
2006	5.865.259,71
2007	6.359.068,94

El Valor Presente al 31 de Diciembre del 2002 de los Flujos de Caja Proyectados descontados a la tasa del Costo de Capital Medio Ponderado después de Impuestos 15.05% dio como resultado:

Valor Presente de los Flujos de Caja Proyectados del 2003 al 2007 = 22,412,506.17

Como se explicó en el capítulo anterior para obtener el Valor Presente del Flujo de Caja a Perpetuidad, se puede considerar una tasa de crecimiento constante g para el Flujo de Caja a partir del 2008. La tasa g es 2.43% anual, esta tasa se estableció sobre la base del crecimiento de las Ventas de los años 2000-2002 explicado en el capítulo anterior.

Aplicando una analogía a la ecuación del Modelo de Crecimiento de Gordon,

$$V_8 = \frac{FC_7(1+g)}{WACC - g}$$

$$V_8 = \frac{6359068.94(1+0.02426)}{(0.1505 - 0.02426)} = 51594898.23$$

Este es el Valor Presente al 2007 del Flujo de Caja disponible para los Accionistas y Bonistas a perpetuidad.

Al descontar este Flujo de Caja a Perpetuidad a Valor Presente al 31 de Diciembre del 2002 con la tasa del Costo de Capital Medio Ponderado después de Impuestos se obtiene:

$$VP_{2002} = \frac{51594898.23}{(1+0.1505)^5} = 25596090.98$$

A continuación se presenta un resumen de los cálculos obtenidos para hallar el Valor Fundamental de la Empresa al 31 de Diciembre del 2002:

TABLA 4.2.- VALOR PRESENTE AL 31 DE DICIEMBRE DEL 2002

Valor Presente del Flujo de Caja Proyectado del 2003 al 2007	22,412,506.17
Valor Presente del Flujo de Caja a Perpetuidad	25,596,090.98
Valor Fundamental de la Empresa	48,008,597.15

Al calcular la diferencia entre el Valor Fundamental de la Empresa y el Valor del Pasivo Total al 31 de Diciembre del 2002 se obtiene el Valor del Patrimonio:

Patrimonio = Valor Fundamental de la Empresa – Valor del Pasivo Total

$$\text{Patrimonio} = 48.008.597,15 - 24.361.899,03 = 23.646.698,85$$

El número total de acciones es de 500 acciones al 31 de Diciembre del 2002. Al realizar la división entre el Valor del Patrimonio y el número de acciones obtenemos el Valor de Fundamental de cada acción, que suponemos sería igual a su valor de mercado. Así tenemos:

$$\text{Valor de Mercado de cada Acción (\$)} = \frac{23,646,698.85}{500} = 47,293.39$$

4.3.- ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

Variación de los Ingresos por Ventas

Se realizó un Análisis de Sensibilidad para observar de que manera se afectan los resultados de la Valoración al considerar cambios en el comportamiento de las Ventas. Para este caso se consideró una variación de dos puntos porcentuales respecto a la tasa utilizada como base (8%) suponiendo que estas tasas de crecimiento (6% y 10% respectivamente) representan los escenarios posibles.

Mediante el Análisis de Sensibilidad se pretende analizar como la variación de los Ingresos por Ventas (Cuenta Ventas Netas) puede afectar el Valor Fundamental de la Empresa.

A continuación se presenta el Flujo de Caja proyectado bajo el supuesto del crecimiento del 10% anual. (Ver Anexo 3.1)

TABLA 4.3.- FLUJO DE CAJA DISPONIBLE PARA ACCIONISTAS Y BONISTAS (US \$)	
2003	9,744,824.95
2004	5,052,529.81
2005	5,495,201.63
2006	6,037,629.03
2007	6,642,791.78

El Valor Presente al 31 de Diciembre del 2002 de los Flujos de Caja Proyectados, bajo el supuesto de un incremento del 10% de las Ventas, descontado a la tasa del Costo de Capital Medio Ponderado después de Impuestos 15.05% dio como resultado:

Valor Presente del Flujo de Caja Proyectado del 2003 al 2007 = \$ 22,637,180.37

Se asume que las ventas a perpetuidad van a tener el mismo crecimiento constante explicado anteriormente g de 2.43% anual.

El Valor Presente del Flujo de Caja a Perpetuidad obtenido previamente fue:

Valor Presente del Flujo de Caja a Perpetuidad = \$25.596.090.98

Por lo tanto, el Valor Fundamental de la Empresa al 31 de Diciembre del 2002:

TABLA 4.4.-VALOR PRESENTE AL 31 DE DICIEMBRE DEL 2002

Valor Presente del Flujo de Caja Proyectado del 2003 al 2007	\$22.637.180.37
Valor Presente del Flujo de Caja a Perpetuidad	\$25.596.090.98
Valor Fundamental de la Empresa	\$48.233.271.35



Si calculamos la diferencia entre el Valor Fundamental de la Empresa y el Valor del Pasivo Total al 31 de Diciembre del 2002 se obtiene el Valor del Patrimonio:

Patrimonio = Valor Fundamental de la Empresa – Valor del Pasivo Total

Patrimonio = \$48.233.271.35– \$24.361.899,03 = \$23.871.372,32

Por lo tanto el Valor de Mercado de cada acción es:

Valor de Mercado de cada Acción (\$) = $23.871.372,32 / 500 = 47.742,74$

Se puede observar que el Valor de Mercado de cada acción se incremento debido a que los accionistas esperan un rendimiento mayor en el futuro debido al crecimiento de las Ventas en un 10% anual.

Bajo el segundo supuesto de variación de las Ventas con un crecimiento sólo del 6% anual se obtuvieron los siguientes resultados. (VER ANEXO 3.2)

TABLA 4.5.-FLUJO DE CAJA DISPONIBLE CON UN CRECIMIENTO DE LAS VENTAS DEL 6%	
2003	9,743,787.448
2004	4,906,122.519
2005	5,272,089.633
2006	5,645,211.979
2007	6,052,352.145

El cuadro presentado a continuación resume el Valor Presente de la Empresa si las Ventas sólo crecieran un 6% :

TABLA 4.6.- VALOR PRESENTE AL 31 DE DICIEMBRE DEL 2002

Valor Presente del Flujo de Caja Proyectado del 2003 al 2007	\$ 21,862,269.80
Valor Presente del Flujo de Caja a Perpetuidad	\$ 25,596,090.98
Valor Fundamental de la Empresa	\$ 47,458,360.78

Al obtener la diferencia entre el Valor Fundamental de la Empresa y el Valor del Pasivo Total al 31 de Diciembre del 2002 se obtiene el Valor del Patrimonio:

$$\text{Patrimonio} = \$47,458,360.78 - \$24,361,899,03 = \$23,096,461,75$$

Por lo tanto el Valor de Mercado de cada acción es:

$$\text{Valor de Mercado de cada Acción (\$)} = \frac{23,096,461.75}{500} = 46,192,92$$

El Valor de Mercado de cada acción es menor que el estimado con un crecimiento del 8% debido a que los accionistas esperan un rendimiento menor en el futuro ya que los ingresos por ventas serían más bajos. (VER ANEXO 3.2)

Los resultados obtenidos bajo los diferentes escenarios se presentan a continuación:

VALOR DE LA EMPRESA BAJO LOS DIFERENTES SUPUESTOS	
Valor Fundamental de la Empresa 8%	\$ 48.008.597,15
Valor Fundamental con un crecimiento del 10%	\$ 48.233.271,35
Valor Fundamental con un crecimiento del 6%	\$ 47.458360.78

CAPITULO V

5.- RESUMEN Y CONCLUSIONES

Luego de haber hecho un análisis profundo de la situación financiera de la Empresa del Medio de Comunicación Escrita se determinó que hallar el "Valor" para el negocio será de importancia en el momento en que se cuantifican los parámetros de gestión de la Empresa dentro del Mercado en que se desenvuelve.

Para encontrar el Valor fundamental de la Empresa se consideró en su mayoría los últimos cuatro años (1999 – 2002), dado que los valores que estos presentaban no se mostraban tan variables.

Al proyectar los Estados de Resultados y los Balances Generales de las diferentes cuentas se consideraron algunos supuestos tales como:

- Las Ventas se proyectaron con un crecimiento del 8% anual para los años explícitos, y para la perpetuidad se asumió un crecimiento del 2.43% anual.

Antes de hallar estas tasas de crecimiento se realizó un modelo econométrico con Series de Tiempo lo cual dio como resultado un Modelo de Pronóstico ARMA(1), el cual al no cumplir con las expectativas de crecimiento de la Empresa no fue considerada la tasa de crecimiento que con ésta serie de tiempo se obtuvo por ser demasiado baja respecto a lo que los Directivos de la Empresa asumían crecer y a las distorsiones que causaban los datos de los años del período de crisis..

Los Costos de Producción Proyectados se obtuvieron en base al porcentaje histórico que ha representado del total de las Ventas Netas, este porcentaje ha sido del 61.03% anual.

- Los Gastos de Operación se proyectaron en base al 23% anual de las Ventas Netas proyectadas.
- Los Gastos Financieros Proyectados se obtuvieron como un porcentaje del 16% anual de los Pasivos no Corrientes (Documentos por Pagar a largo plazo).

Respecto a las cuentas del Balance General se consideraron los siguientes supuestos:

- La cuenta de Inventarios se proyectó en base a la Rotación del Inventario, la cual se calculó en base al cociente entre el Costo de Producción y 4.95 veces que ha sido la Rotación de Inventario.
- La Inversión Temporal proyectada se obtuvo en base al 68% anual del Margen Bruto proyectado.

- Las Cuentas por Cobrar se proyectaron en base al porcentaje histórico del 6.33% anual que ha representado de las Ventas Netas proyectadas.
- Las Cuentas por Pagar proyectadas se las obtuvo en base al Inventario proyectado para cada período multiplicado por 2.5677 veces.
- El Pasivo no Corriente proyectado para el período 2003-2007 decrece dado que los recursos generados por la dinámica del negocio permiten realizar abonos a la deuda actual que conforma casi la totalidad de los Pasivos no corrientes.
- El Patrimonio se proyectó en base al Patrimonio del período anterior más la Utilidad Retenida (30%) obtenida del ejercicio anterior.

Para obtener el Valor Fundamental de la Empresa se utilizó el modelo de Flujo de Caja Descontado a la tasa del Costo de Capital Medio Ponderado después de Impuestos.

El modelo se resume de la siguiente forma:

Valor de la Empresa = Valor Presente de los Flujos de Caja Libre descontados por (n) años explícitos + Valor Presente del Valor Residual después de (n) años.

Luego de determinar el Valor Fundamental de la empresa podremos determinar el Valor Fundamental del Patrimonio que se supone sería igual al Valor de Mercado al

que se venderían sus acciones comunes si éstas fueran transadas en el mercado Bursátil.

Este valor se obtiene de restar el *Valor de Mercado de la Deuda* del *Valor Fundamental de la Empresa*. Se consideró que el Valor de Mercado de la Deuda es igual al Valor Contable del Pasivo. Por lo tanto el precio Fundamental de cada acción común se obtiene de dividir el Valor de Mercado del Patrimonio para el número de acciones en circulación a Diciembre del 2002.

A continuación se estimó la Tasa de Rendimiento Esperado por el Accionista (r_e), dando como resultado el 21.20% anual el cual se obtuvo con el modelo de Valuación de los Activos de Capital (C.A.P.M.). Dicha tasa se utilizó para obtener la Tasa del Costo de Capital Medio Ponderado después de Impuestos (W.A.C.C.), la cual presentó un valor de 15.05%, esta tasa corresponde una parte al Rendimiento Esperado por el Accionista y otra parte al costo de la Deuda el cual fue considerado como la Tasa Activa Referencial .

Se procedió a calcular el Valor Fundamental de la Empresa al 31 de Diciembre del 2002 realizando la siguiente metodología:

1. Valor Presente de los Flujos de Caja Proyectados para los años explícitos descontados a la tasa W.A.C.C .

2. Valor Presente de la Perpetuidad; es decir el Valor Presente del Flujo de Caja Libre del año 2007 proyectado a perpetuidad a la tasa del 2.43%, descontado entre la diferencia de la tasa W.A.C.C. y la tasa de crecimiento constante a perpetuidad (2.43%).

Esto nos dio como resultado el Valor Fundamental de la Empresa que es de US \$48,008,597.15 al 31 de Diciembre del 2002.

Se realizó la diferencia entre el Valor Fundamental de la Empresa y el Valor del Pasivo Total al 31 de Diciembre del 2002 obteniéndose el Valor del Patrimonio:

$$\text{Patrimonio} = \text{US } \$48.008.597,15 - \text{US } \$ 24.361.899,03 = \text{US } \$23.646.698,85$$

Se dividió el Valor del Patrimonio y el número de acciones obteniéndose el Valor de Mercado de cada acción al 31 de Diciembre del 2002 que es de US \$47.293,39.

El Valor Contable de la Empresa al cierre del 31 de Diciembre del 2002 es de US \$ 43.342.221,24, y el Valor Fundamental obtenido por medio de la proyección fue de US \$ 48,008,597.15. Por otro lado el Valor Contable del Patrimonio al 31 de Diciembre del 2002 es de US \$ 18.980.322,01 y el Valor Fundamental del Patrimonio fue de US \$23.646.698,85, es decir el Valor de Mercado de cada acción es mayor que su valor en Libros.

Finalmente se realizó el Análisis de Sensibilidad de las Ventas con un crecimiento del 6% y del 10% . Mediante este análisis se observó como la variación de los Ingresos por Ventas (Cuenta Ventas Netas) puede afectar el Valor Fundamental de la Empresa.

Al realizar el análisis de sensibilidad para las Ventas con un crecimiento del 10% anual se obtuvo que el Valor de Mercado de cada acción fue de US\$ 47.742,74. Mientras que con un crecimiento de las Ventas del 6% anual el Valor de Mercado de cada acción es de US \$46.192,92.

Los resultados obtenidos por el modelo aplicado para la Valoración del Medio de Comunicación Escrita nos permiten concluir que si la Empresa decidiera trazar sus Acciones Comunes al 31 de diciembre del 2002 en el Mercado Bursátil el precio por acción sería de \$ 47,293.39, que es muy superior al Valor Contable de las mismas. Consideramos también que este modelo puede ser utilizado por empresas de similares características para realizar proyecciones y estimaciones. Sin embargo, debemos resaltar que existen muchas alternativas para llegar a los resultados y que cada modelo podría incorporar variables importantes del modelo aplicado en ésta “Valoración”.

BIBLIOGRAFIA

"Finanzas", Zvi Bodie, Primera edición.

"Fundamentos de Administración Financiera", James Van Horne, Octava edición.

"Principios de Finanzas Corporativas", Brealey Myers.

"Administración Financiera", James Van Horne.

"Fundamentos de Administración Financiera", Scott Besley, Doceava edición.

"Valoración de Empresas", Pablo Fernández.

"Enciclopedia de la Contabilidad", Océano.

"Introducción a la Econometría", G.S. Maddala, Segunda edición.

"Econometría", Damodar N. Gujarati, Tercera edición.

"Administración de Ventas", Rolph Anderson.



ANEXOS

	2000		2001		2002		
RAZONES DE LIQUIDEZ							
Razón del activo circulante	9.098.348	1,485	13.830.846	1,8025	21.810.845	1,9834	5,271
	6.126.648		7.673.042		10.996.451		1,757
Razón de la prueba de ácido	6.254.538	1,0209	10.554.646	1,3755	17.967.478	1,6339	4,030
	6.126.648		7.673.042		10.996.451		1,343
RAZONES DE APALANCAMIENTO							
Razón pasivo a capital contable	7.215.250	0,501	20.533.963	1,292	6.132.625	0,3231	2,116
	14.401.192		15.892.997		18.980.322		0,705
Razón de deuda a activos totales	7.215.250	0,3338	20.533.963	0,5637	6.132.625	0,1415	1,039
	21.616.442		36.426.961		43.342.221		0,346
RAZONES DE COBERTURA							
Razón de cobertura	781.081	2,2741	3923256,71	2,7338	6.137.875	2,9927	8,001
	343.461		1.435.114		2.050.941		2,667
RAZONES DE ACTIVIDAD							
Actividad de las cuentas por cobrar	17.671.811	23,438	28.584.844	15,912	37.586.473	11,837	51,188
	753.985		1.796.402		3.175.245		17,063
Rotación de Inventarios	12425021,31	4,3691	18.279.457,58	5,5795	22.529.254	5,8619	15,810
	2.843.810		3.276.200,33		3.843.367		4,950
RAZONES DE RENTABILIDAD							
Rentabilidad en relación con las ventas	5.246.789	0,2969	10.305.386	0,3605	15.057.220	0,4006	1,058
	17.671.811		28.584.844		37.586.473		0,353
Rentabilidad en relación a la inversión	401.567	0,0186	1.815.813	0,0498	2.905.810	0,067	0,135
	21.616.442		36.426.961		43.342.221		0,045
ROE	401.567	0,0279	1.815.813	0,1143	6.137.875	0,3234	0,466
	14.401.192		15.892.997		18.980.322		0,155

ANEXO 2.1

ESTADOS DE PERDIDAS Y GANANCIAS PROYECTADOS

	2003	2004	2005	2006	2007
VENTAS NETAS	40593391,3	43.840.862,61	47.348.131,62	51.135.982,15	55.226.860,72
Costo de Producción	24774146,71	26.756.078,45	28.896.564,73	31.208.289,90	33.704.953,10
Margen Bruto	15819244,59	17.084.784,16	18.451.566,89	19.927.692,24	21.521.907,62
GASTOS OPERACIONALES					
Gastos de Ventas	6074668,674	6.560.642,17	7.085.493,54	7.652.333,02	8.264.519,67
Gasto de Administración	3261811,326	3.522.756,23	3.804.576,73	4.108.942,87	4.437.658,30
TOTAL DE GASTOS OPERACIONALES	9336480	10.083.398,40	10.890.070,27	11.761.275,89	12.702.177,97
UTILIDAD OPERACIONAL	6482764,591	7.001.385,76	7.561.496,62	8.166.416,35	8.819.729,66
Ingreso Financiero	322712,5897	348.529,60	376.411,96	406.524,92	439.046,92
Gasto Financiero	1844661,29	1.436.661,29	1.307.061,29	1.169.461,29	1.014.261,29
Financiero Neto	-1521948,7	-1.088.131,69	-930.649,33	-762.936,37	-575.214,37
Otros Ingresos Neto	71458,84173	77.389,93	83.813,29	90.769,79	98.303,69
Total Otros Ingresos/Egresos	-1450489,86	-1.010.741,77	-846.836,04	-672.166,58	-476.910,69
UTILIDAD ANTES DE IMPTOS Y P.U.T.	5.032.274,73	5.990.643,99	6.714.660,58	7.494.249,77	8.342.818,97
Participación Utilidades a Trabajadores	754.841,21	898.596,60	1.007.199,09	1.124.137,47	1.251.422,85
	4.277.433,52	5.092.047,39	5.707.461,50	6.370.112,31	7.091.396,12
Impuesto a la Renta	1.069.358,38	1.273.011,85	1.426.865,37	1.592.528,08	1.772.849,03
utilidad desp de imptos	3.208.075,14	3.819.035,54	4.280.596,12	4.777.584,23	5.318.547,09
ut a reinvertir 30%	962.422,54	1.145.710,66	1.284.178,84	1.433.275,27	1.595.564,13
Utilidad Neta a repartir	2.245.652,60	2.673.324,88	2.996.417,29	3.344.308,96	3.722.982,96

ANEXO 2.2

BALANCES GENERALES PROYECTADOS

	2003	2004	2005	2006	2007
ACTIVOS					
ACTIVO CORRIENTE					
Caja y Banco	2.660.227,45	2.873.045,64	3.102.889,29	3.351.120,44	3.619.210,07
Cuentas por Cobrar	2.569.561,67	2.775.126,60	2.997.136,73	3.236.907,67	3.495.860,28
Inventarios	5.006.294,05	5.406.797,57	5.839.341,37	6.306.488,68	6.811.007,78
Inversion. Temporal.	10.757.086,32	11.617.653,23	12.547.065,49	13.550.830,72	14.634.897,18
Total Activo Corriente	20.993.169,48	22.672.623,04	24.486.432,89	26.445.347,52	28.560.975,32
Total de Activo Fijo	17.468.201,26	18.341.611,32	19.258.691,89	20.221.626,48	21.232.707,80
Menos : Depreciación Acumulada	9.059.939,26	9.933.349,32	10.850.429,89	11.813.364,48	12.824.445,80
Activo Fijo Neto	8.408.262,00	8.408.262,00	8.408.262,00	8.408.262,00	8.408.262,00
OTROS ACTIVOS					
Inversiones	12.528.498,78	12.528.498,78	12.528.498,78	12.528.498,78	12.528.498,78
Total Otros Activos	12.528.498,78	12.528.498,78	12.528.498,78	12.528.498,78	12.528.498,78
TOTAL ACTIVO	41.929.930,26	43.609.383,82	45.423.193,67	47.382.108,30	49.497.736,10
PASIVO					
PASIVO CORRIENTE					
Cuentas por Pagar	12.854.661,22	13.883.034,12	14.993.676,85	16.193.171,00	17.488.624,67
Total Pasivo Corriente	12.854.661,22	13.883.034,12	14.993.676,85	16.193.171,00	17.488.624,67
PASIVO NO CORRIENTE					
Total Pasivo no Corriente	8.979.133,06	8.169.133,06	7.309.133,06	6.339.133,06	5.239.133,06
Total Otros Pasivos	1.975.389,56	2.046.375,39	2.140.739,44	2.238.089,41	2.346.314,26
TOTAL PASIVO	23.809.183,84	24.098.542,57	24.443.549,35	24.770.393,46	25.074.071,99
PATRIMONIO					
Capital	5.917.283,49	6.879.706,03	8.025.416,70	9.309.595,53	10.742.870,80
Utilidad Año Presente	2.245.652,60	2.673.324,88	2.996.417,29	3.344.308,96	3.722.982,96
Reserva Revalorización del Patrimonio	9.957.810,34	9.957.810,34	9.957.810,34	9.957.810,34	9.957.810,34
TOTAL PATRIMONIO	18.120.746,43	19.510.841,25	20.979.644,32	22.611.714,83	24.423.664,11
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	41.929.930,27	43.609.383,82	45.423.193,67	47.382.108,30	49.497.736,10

ANEXO 2.3

FLUJO DE CAJA PROYECTADOS

	2003	2004	2005	2006	2007
VENTAS	40.593.391,30	43.840.862,61	47.348.131,62	51.135.982,15	55.226.860,72
- Costos de Producción	24.774.146,71	26.756.078,45	28.896.564,73	31.208.289,90	33.704.953,10
- Gastos de administración y ventas	9.336.480,00	10.083.398,40	10.890.070,27	11.761.275,89	12.702.177,97
= RESULTADO OPERACIONAL	6.482.764,59	7.001.385,76	7.561.496,62	8.166.416,35	8.819.729,66
INGRESOS					
+ Ingresos financieros	322.712,59	348.529,60	376.411,96	406.524,92	439.046,92
+ Otros ingresos Netos	71.458,84	77.389,93	83.813,29	90.768,79	98.303,69
- GASTOS					
- Gastos financieros	1.844.661,29	1.436.661,29	1.307.061,29	1.169.461,29	1.014.261,29
= RESULTADO ANTES DE IMPUESTO	5.032.274,73	5.990.643,99	6.714.660,58	7.494.249,77	8.342.816,97
= PARTICIPACION DE LOS TRABAJADORES	754.841,21	898.596,60	1.007.199,09	1.124.137,47	1.251.422,85
- Impuesto a la renta	4.277.433,52	5.092.047,39	5.707.461,50	6.370.112,31	7.091.396,12
	1.069.358,38	1.273.011,85	1.426.865,37	1.592.528,08	1.772.849,03
= UTILIDAD (PERDIDA) DEL EJERCICIO	3.208.075,14	3.819.035,54	4.280.596,12	4.777.584,23	5.318.547,09
AJUSTES					
(Movimientos contables que no corresponden a flujos de caja y resultado no operacional)					
+ Depreciación	831.819,11	873.410,06	917.080,57	962.934,59	1.011.081,32
+ Gastos financieros después de impuestos	1.383.495,97	1.077.495,97	980.295,97	877.095,97	760.695,97
= FLUJO DE CAJA BRUTO PERMANENTE	5.423.390,22	5.769.941,57	6.177.972,66	6.617.614,79	7.090.324,38
INVERSIONES					
- Inversión de reposición	831.819,11	873.410,06	917.080,57	962.934,59	1.011.081,32
- Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo	-2.675.885,37	651.080,66	703.167,11	759.420,48	820.174,12
- Variación de Deuda	2.550.000,00	810.000,00	860.000,00	970.000,00	1.100.000,00
= FLUJO DE CAJA LIBRE DISPONIBLE PARA LOS ACCIONISTAS Y BONISTAS	9.817.456,48	5.055.450,85	5.417.724,98	5.865.259,71	6.359.068,94

VENTAS PROYECTADAS BAJO MODELO DE SERIES DE TIEMPO ARMA(1)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ENERO	2.295.884,19	2.427.830,37	2.467.348,16	2.479.183,71	2.482.728,45	2.483.790,09
FEBRERO	2.313.889,12	2.433.222,84	2.468.963,20	2.479.667,41	2.482.873,31	2.483.833,48
MARZO	2.330.173,01	2.438.099,85	2.470.423,86	2.480.104,88	2.483.004,34	2.483.872,72
ABRIL	2.344.900,34	2.442.510,67	2.471.744,90	2.480.500,53	2.483.122,83	2.483.908,21
MAYO	2.358.219,93	2.446.499,88	2.472.939,66	2.480.858,36	2.483.230,00	2.483.940,31
JUNIO	2.370.266,31	2.450.107,76	2.474.020,22	2.481.181,99	2.483.326,93	2.483.969,34
JULIO	2.381.161,21	2.453.370,78	2.474.997,49	2.481.474,68	2.483.414,59	2.483.995,59
AGOSTO	2.391.014,69	2.456.321,89	2.475.881,35	2.481.739,39	2.483.493,87	2.484.019,34
SEPTIEMBRE	2.399.926,29	2.458.990,91	2.476.680,72	2.481.978,80	2.483.565,57	2.484.040,81
OCTUBRE	2.407.986,05	2.461.404,80	2.477.403,68	2.482.195,33	2.483.630,42	2.484.060,23
NOVIEMBRE	2.415.275,40	2.463.587,95	2.478.057,53	2.482.391,16	2.483.689,07	2.484.077,80
DICIEMBRE	2.421.867,97	2.465.562,42	2.478.648,88	2.482.568,27	2.483.742,12	2.484.093,69
TOTAL ANUAL	28.430.564,52	29.397.510,12	29.687.109,64	29.773.844,49	29.799.821,52	29.807.601,62

LS // Dependent Variable is VTS

Date: 02/05/03 Time: 15:32

Sample[adjusted]: 1995:02 2001:12

Included observations: 83 after adjusting endpoints

Convergence achieved after 8 iterations

Backcast: 1995:01

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	2448457.	376540.2	6.502512	0.0000
AR(1)	0.904412	0.058562	15.44380	0.0000
MA(1)	-0.352201	0.131844	-2.671349	0.0092
R-squared	0.633127	Mean dependent var		2484244.
Adjusted R-squared	0.623956	S.D. dependent var		818567.7
S.E. of regression	501965.8	Akaike info criterion		29.12593
Sum squared resid	2.02E+13	Schwarz criterion		29.21335
Log likelihood	-1205.726	F-statistic		69.02969
Durbin-Watson stat	1.929491	Prob(F-statistic)		0.000000
Inverted AR Roots	.90			
Inverted MA Roots	.35			

ANEXO 3.1

**ANALISIS DE SENSIBILIDAD
ESTADOS DE PERDIDAS Y GANANCIAS PROYECTADOS
CON UN CRECIMIENTO DEL 10%**

	2003	2004	2005	2006	2007
VENTAS NETAS	41.345.120,77	45.479.632,85	50.027.596,14	55.030.355,75	60.533.391,32
Costo de Producción	25.232.927,21	27.756.219,93	30.531.841,92	33.585.026,11	36.943.528,72
Margen Bruto	16.112.193,57	17.723.412,92	19.495.754,21	21.445.329,64	23.589.862,60
GASTOS OPERACIONALES					
Gastos de Ventas	6.187.162,54	6.805.878,79	7.486.466,67	8.235.113,34	9.058.624,67
Gasto de Administración	3.322.215,24	3.654.436,76	4.019.880,44	4.421.868,48	4.864.055,33
TOTAL DE GASTOS OPERACIONALES	9.509.377,78	10.460.315,56	11.506.347,11	12.656.981,82	13.922.680,00
UTILIDAD OPERACIONAL	6.602.815,79	7.263.097,37	7.989.407,10	8.788.347,81	9.667.182,59
Ingreso Financiero	328.688,75	361.557,62	397.713,39	437.484,72	481.233,20
Gasto Financiero	1.844.661,29	1.436.661,29	1.307.061,29	1.169.461,29	1.014.261,29
Financiero Neto	-1.515.972,54	-1.075.103,67	-909.347,90	-731.976,57	-533.028,09
Otros Ingresos Neto	71.458,84	77.389,93	83.813,29	90.769,79	98.303,69
Total Otros Ingresos/Egresos	-1.444.513,70	-997.713,74	-825.534,61	-641.206,77	-434.724,41
UTILIDAD ANTES DE IMPTOS Y P.U.T.	5.158.302,09	6.265.383,63	7.163.872,49	8.147.141,04	9.232.458,19
Participación Utilidades a Trabajadores	773.745,31	939.807,54	1.074.580,87	1.222.071,16	1.384.868,73
	4.384.556,78	5.325.576,08	6.089.291,62	6.925.069,88	7.847.589,46
Impuesto a la Renta	1.096.139,19	1.331.394,02	1.522.322,90	1.731.267,47	1.961.897,36
utilidad desp de imptos	3.288.417,58	3.994.182,06	4.566.968,71	5.193.802,41	5.885.692,09
ut a reinvertir 30%	986.525,27	1.198.254,62	1.370.090,61	1.558.140,72	1.765.707,63
Utilidad Neta a repartir	2.301.892,31	2.795.927,44	3.196.878,10	3.635.661,69	4.119.984,47

ANEXO 3.1

ANALISIS DE SENSIBILIDAD
BALANCES GENERALES PROYECTADOS
CON UN CRECIMIENTO DEL 10%

	2003	2004	2005	2006	2007
ACTIVOS					
ACTIVO CORRIENTE					
Caja y Banco	2.709.490,92	2.980.440,01	3.278.484,01	3.606.332,41	3.966.965,65
Cuentas por Cobrar	2.617.146,14	2.878.860,76	3.166.746,84	3.483.421,52	3.831.763,67
Inventarios	5.097.561,05	5.607.317,16	6.168.048,87	6.784.853,76	7.463.339,14
Inversion. Temporal.	10.956.291,62	12.051.920,79	13.257.112,87	14.582.824,15	16.041.106,57
Total Activo Corriente	21.380.489,74	23.518.538,71	25.870.392,59	28.457.431,84	31.303.175,03
Total de Activo Fijo	17.468.201,26	18.341.611,32	19.258.691,89	20.221.626,48	21.232.707,80
Menos : Depreciación Acumulada	9.059.939,26	9.933.349,32	10.850.429,89	11.813.364,48	12.824.445,80
Activo Fijo Neto	8.408.262,00	8.408.262,00	8.408.262,00	8.408.262,00	8.408.262,00
OTROS ACTIVOS					
Inversiones	12.528.498,78	12.528.498,78	12.528.498,78	12.528.498,78	12.528.498,78
Total Otros Activos	12.528.498,78	12.528.498,78	12.528.498,78	12.528.498,78	12.528.498,78
TOTAL ACTIVO	42.317.250,52	44.455.299,49	46.807.153,37	49.394.192,62	52.239.935,81
PASIVO					
PASIVO CORRIENTE					
Cuentas por Pagar	13.089.007,51	14.397.908,26	15.837.699,09	17.421.469,00	19.163.615,90
Total Pasivo Corriente	13.089.007,51	14.397.908,26	15.837.699,09	17.421.469,00	19.163.615,90
PASIVO NO CORRIENTE					
Total Pasivo no Corriente	8.979.133,06	8.169.133,06	7.309.133,06	6.339.133,06	5.239.133,06
Total Otros Pasivos	2.072.123,81	2.230.711,62	2.403.569,39	2.567.964,54	2.729.097,32
TOTAL PASIVO	24.140.264,38	24.797.752,95	25.550.401,54	26.328.566,60	27.131.846,28
PATRIMONIO					
Capital	5.917.283,49	6.903.808,76	8.102.063,38	9.472.154,00	11.030.294,72
Utilidad Año Presente	2.301.892,31	2.795.927,44	3.196.878,10	3.635.661,69	4.119.984,47
Reserva Revalorización del Patrimonio	9.957.810,34	9.957.810,34	9.957.810,34	9.957.810,34	9.957.810,34
TOTAL PATRIMONIO	18.176.986,14	19.657.546,55	21.256.751,82	23.065.626,03	25.108.089,53
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	42.317.250,52	44.455.299,50	46.807.153,36	49.394.192,62	52.239.935,81

ANEXO 3.1

FLUJO DE CAJA PROYECTADOS

	2003	2004	2005	2006	2007
VENTAS					
- Costos de Producción	41.345.120,77	45.479.632,85	50.027.596,14	55.030.355,75	60.533.391,32
- Gastos de administración y ventas	25.232.927,21	27.756.219,93	30.531.841,92	33.585.026,11	36.943.528,72
=	9.509.377,78	10.460.315,56	11.506.347,11	12.656.981,82	13.922.680,00
	6.602.815,79	7.263.097,37	7.989.407,10	8.788.347,81	9.667.182,59
INGRESOS					
+ Ingresos financieros	328.688,75	361.557,62	397.713,39	437.484,72	481.233,20
+ Otros ingresos Netos	71.458,84	77.389,93	83.813,29	90.769,79	98.303,69
=	1.844.661,29	1.436.661,29	1.307.061,29	1.169.461,29	1.014.261,29
GASTOS					
- Gastos financieros	5.158.302,09	6.265.383,63	7.163.872,49	8.147.141,04	9.232.458,19
=	773.745,31	939.807,54	1.074.580,87	1.222.071,16	1.384.868,73
UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	4.384.556,78	5.325.576,08	6.089.291,62	6.925.069,88	7.847.589,46
- Impuesto a la renta	1.096.139,19	1.331.394,02	1.522.322,90	1.731.267,47	1.961.897,36
=	3.288.417,58	3.994.182,06	4.566.968,71	5.193.802,41	5.885.692,09
UTILIDAD (PERDIDA) DEL EJERCICIO					
AJUSTES					
(Movimientos contables que no corresponden a flujos de caja y resultado no operacional)					
+ Depreciación	831.819,11	873.410,06	917.080,57	962.934,59	1.011.081,32
+ Gastos financieros después de impuestos	1.383.495,97	1.077.495,97	980.295,97	877.095,97	760.695,97
=	5.503.732,66	5.945.088,09	6.464.345,24	7.033.832,97	7.657.469,39
FLUJO DE CAJA BRUTO PERMANENTE					
INVERSIONES					
- Inversión de reposición	831.819,11	873.410,06	917.080,57	962.934,59	1.011.081,32
- Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo	-2.522.911,40	828.148,22	912.063,04	1.003.269,35	1.103.596,28
- Variación de Deuda	2.550.000,00	810.000,00	860.000,00	970.000,00	1.100.000,00
=	9.744.824,95	5.052.529,81	5.495.201,63	6.037.629,03	6.642.791,78

FLUJO DE CAJA LIBRE DISPONIBLE PARA LOS ACCIONISTAS Y BONISTAS

ANEXO 3.2

**ANALISIS DE SENSIBILIDAD
ESTADOS DE PERDIDAS Y GANANCIAS PROYECTADOS
CON UN CRECIMIENTO DEL 6%**

	2003	2004	2005	2006	2007
VENTAS NETAS	39.841.661,84	42.232.161,55	44.766.091,24	47.452.056,71	50.299.180,12
Costo de Producción	24.315.366,22	25.774.288,19	27.320.745,48	28.959.990,21	30.697.589,62
Margen Bruto	15.526.295,62	16.457.873,35	17.445.345,76	18.492.066,50	19.601.590,49
GASTOS OPERACIONALES					
Gastos de Ventas	5.962.174,81	6.319.905,30	6.699.099,62	7.101.045,59	7.527.108,33
Gasto de Administración	3.201.407,41	3.393.491,86	3.597.101,37	3.812.927,45	4.041.703,10
TOTAL DE GASTOS OPERACIONALES	9.163.582,22	9.713.397,16	10.296.200,98	10.913.973,04	11.568.811,43
UTILIDAD OPERACIONAL	6.362.713,40	6.744.476,20	7.149.144,77	7.578.093,46	8.032.779,06
Ingreso Financiero	319.863,84	341.740,62	364.036,79	388.338,16	412.352,45
Gasto Financiero	1.844.661,29	1.440.786,09	1.316.730,29	1.179.130,29	1.023.930,29
Financiero Neto	-1.524.797,45	-1.099.045,47	-952.693,50	-790.792,13	-611.577,84
Otros Ingresos Neto	71.458,84	77.389,93	83.813,29	90.769,79	98.303,69
Total Otros Ingresos/Egresos	-1.453.338,61	-1.021.655,55	-868.880,21	-700.022,34	-513.274,16
UTILIDAD ANTES DE IMPTOS Y P.U.T.	4.909.374,79	5.722.820,65	6.280.264,56	6.878.071,12	7.519.504,91
Participación Utilidades a Trabajadores	736.406,22	858.423,10	942.039,68	1.031.710,67	1.127.925,74
	4.172.968,57	4.864.397,55	5.338.224,88	5.846.360,45	6.391.579,17
Impuesto a la Renta utilidad desp de imptos ut a reinvertir 30%	1.043.242,14	1.216.099,39	1.334.556,22	1.461.590,11	1.597.894,79
	3.129.726,43	3.648.298,16	4.003.668,66	4.384.770,34	4.793.684,38
	938.917,93	1.094.489,45	1.201.100,60	1.315.431,10	1.438.105,31
Utilidad Neta a repartir	2.190.808,50	2.553.808,71	2.802.568,06	3.069.339,24	3.355.579,07

ANEXO 3.2

ANALISIS DE SENSIBILIDAD
BALANCES GENERALES PROYECTADOS
CON UN CRECIMIENTO DEL 6%

	2003	2004	2005	2006	2007
ACTIVOS					
ACTIVO CORRIENTE					
Caja y Banco	2.636.744,26	2.817.081,81	3.000.876,61	3.201.200,87	3.399.158,66
Cuentas por Cobrar	2.510.024,70	2.660.626,18	2.820.263,75	2.989.479,57	3.168.848,35
Inventarios	4.912.195,20	5.206.926,91	5.519.342,52	5.850.503,07	6.201.533,26
Inversion. Temporal.	10.662.128,02	11.391.353,88	12.134.559,69	12.944.605,22	13.745.081,53
Total Activo Corriente	20.721.092,17	22.075.988,78	23.475.042,58	24.985.788,74	26.514.621,80
Total de Activo Fijo	17.468.201,26	18.341.611,32	19.258.691,89	20.221.626,48	21.232.707,80
Menos : Depreciación Acumulada	9.059.939,26	9.933.349,32	10.850.429,89	11.813.364,48	12.824.445,80
Activo Fijo Neto	8.408.262,00	8.408.262,00	8.408.262,00	8.408.262,00	8.408.262,00
OTROS ACTIVOS					
Inversiones	12.528.498,78	12.528.498,78	12.528.498,78	12.528.498,78	12.528.498,78
Total Otros Activos	12.528.498,78	12.528.498,78	12.528.498,78	12.528.498,78	12.528.498,78
TOTAL ACTIVO	41.657.852,95	43.012.749,56	44.411.803,36	45.922.549,52	47.451.382,58
PASIVO					
PASIVO CORRIENTE					
Cuentas por Pagar	12.613.043,60	13.369.826,22	14.189.753,27	15.106.593,36	16.026.146,48
Total Pasivo Corriente	12.613.043,60	13.369.826,22	14.189.753,27	15.106.593,36	16.026.146,48
PASIVO NO CORRIENTE					
Total Pasivo no Corriente	9.004.913,07	8.229.564,29	7.369.564,29	6.399.564,29	5.299.564,29
Total Otros Pasivos	1.975.389,56	2.046.375,39	2.140.739,44	2.238.089,41	2.346.314,26
TOTAL PASIVO	23.593.346,23	23.645.765,90	23.700.057,01	23.744.247,06	23.672.025,02
PATRIMONIO					
Capital	5.917.283,49	6.856.201,42	7.950.690,87	9.151.791,47	10.467.222,57
Utilidad Año Presente	2.189.412,89	2.552.971,91	2.803.245,14	3.068.700,65	3.354.324,66
Reserva Revalorización del Patrimonio	9.957.810,34	9.957.810,34	9.957.810,34	9.957.810,34	9.957.810,34
TOTAL PATRIMONIO	18.064.506,72	19.366.983,67	20.711.746,35	22.178.302,46	23.779.357,56
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	41.657.852,95	43.012.749,56	44.411.803,35	45.922.549,51	47.451.382,59

ANEXO 3.2

FLUJO DE CAJA PROYECTADOS

	2003	2004	2005	2006	2007
VENTAS					
- Costos de Producción	39.841.661,84	42.232.161,55	44.766.091,24	47.452.056,71	50.299.180,12
- Gastos de administración y ventas	24.315.366,22	25.774.288,19	27.320.745,48	28.959.990,21	30.697.589,62
= RESULTADO OPERACIONAL	9.163.582,22	9.713.397,16	10.296.200,98	10.913.973,04	11.568.811,43
	6.362.713,40	6.744.476,20	7.149.144,77	7.578.093,46	8.032.779,06
INGRESOS					
+ Ingresos financieros	319.863,84	341.740,62	364.036,79	388.338,16	412.352,45
+ Otros ingresos Netos	71.458,84	77.389,93	83.813,29	90.769,79	98.303,69
- GASTOS					
- Gastos financieros	1.844.661,29	1.440.786,09	1.316.730,29	1.179.130,29	1.023.930,29
= RESULTADO ANTES DE IMPUESTO PARTICIPACION DE LOS TRABAJADORES	4.909.374,79	5.722.820,65	6.280.264,56	6.878.071,12	7.519.504,91
	736.406,22	858.423,10	942.039,68	1.031.710,67	1.127.925,74
= UTILIDAD ANTES DE IMPUESTOS	4.172.968,57	4.864.397,55	5.338.224,88	5.846.360,45	6.391.579,17
- Impuesto a la renta	1.043.242,14	1.216.099,39	1.334.556,22	1.461.590,11	1.597.894,79
= UTILIDAD (PERDIDA) DEL EJERCICIO	3.129.726,43	3.648.298,16	4.003.668,66	4.384.770,34	4.793.684,38
AJUSTES					
(Movimientos contables que no corresponden a flujos de caja y resultado no operacional)					
+ Depreciación	831.819,11	873.410,06	917.080,57	962.934,59	1.011.081,32
+ Gastos financieros después de impuestos	1.383.495,97	1.080.589,57	987.547,71	884.347,71	767.947,71
= FLUJO DE CAJA BRUTO PERMANENTE	5.345.041,50	5.602.297,80	5.908.296,94	6.232.052,65	6.572.713,42
INVERSIONES					
- Inversión de reposición	831.819,11	873.410,06	917.080,57	962.934,59	1.011.081,32
- Aumentos (disminuciones) de capital de trabajo	-2.706.345,06	598.113,99	579.126,74	593.906,07	609.279,95
- Variación de Deuda	2.524.219,99	775.348,78	860.000,00	970.000,00	1.100.000,00
= FLUJO DE CAJA LIBRE DISPONIBLE PARA LOS ACCIONISTAS Y BONISTAS	9.743.787,45	4.906.122,52	5.272.089,63	5.645.211,98	6.052.352,14

