

**ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL
LITORAL**



**FACULTAD DE CIENCIAS HUMANÍSTICAS
Y ECONÓMICAS**

TESIS DE GRADO

**“VALORACIÓN DE ACCIÓN DE ACUERDO A LA NORMATIVA DE
PRECIOS DE TRANSFERENCIA”**

**PREVIO A LA OBTENCIÓN DEL TÍTULO DE
ECONOMISTA CON MENCIÓN EN GESTIÓN
EMPRESARIAL, ESPECIALIZACIÓN FINANZAS**

PRESENTADO POR:

Diego Pareja Burbano
Andrés Pinchin Soriano

GUAYAQUIL – ECUADOR

2008

DEDICATORIA

El momento en que el ser humano culmina una meta, es cuando se detiene a hacer un recuento de todas las ayudas recibidas, de las voces de aliento, de las expresiones de amor y comprensión; es por eso que nosotras dedicamos éste triunfo estudiantil a nuestros queridos padres quienes con su infinita adhesión nos han brindado todo su apoyo sin escatimar sacrificio alguno. A nuestros hermanos, porque han sido los amigos, los compañeros fieles en el camino hasta aquí recorrido; y en general a toda nuestra familia que de una u otra manera contribuyeron para el logro de nuestra carrera.

A Dios por guiar nuestros pasos y ayudarnos a superar los obstáculos que se nos presentaron a lo largo del camino; y, por último queremos dedicar este logro a todos nuestros amigos testigos de nuestros triunfos y fracasos.

Diego Pareja Burbano

Andrés Pinchin Soriano

AGRADECIMIENTO

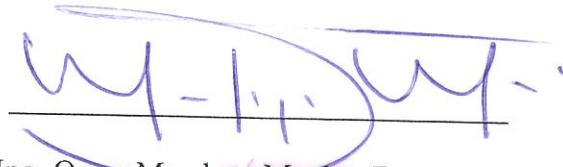
Hacemos llegar nuestro profundo agradecimiento primero a Dios por darnos fortaleza y la constancia para cumplir nuestros objetivos propuestos, a nuestros padres por estar siempre a nuestro lado brindándonos su apoyo, a nuestra universidad y especialmente a la Facultad de Ciencias Humanísticas y Económicas, que mediante sus autoridades y docentes nos brindaron una sólida formación universitaria y lograron que culminemos con éxito una más de nuestras etapas académicas.

Al Econ. Fabián Soriano, Director de Tesis y a nuestros vocales, quienes nos orientaron y guiaron en este proyecto que sella y da cuenta de un testimonio de trabajo, entrega y voluntad; deseamos dejar constancia de nuestros sinceros sentimientos de gratitud y amistad.

Diego Pareja Burbano

Andrés Pinchin Soriano

TRIBUNAL DE GRADUACIÓN



Ing. Oscar Mendoza Macías, Decano

PRESIDENTE



D-39552



Econ. Fabián Soriano Idrovo

DIRECTOR DEL PROYECTO

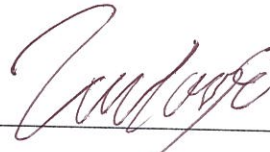


CIB - ESPOL



Econ. Silvia Maluk Uriguen

VOCAL

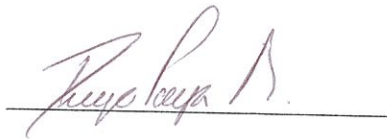


Econ. Sonia Zurita Erazo

VOCAL

DECLARACIÓN EXPRESA

La responsabilidad del contenido de este proyecto de grado **“Valoración de Acción de acuerdo a la normativa de precios de transferencia”**, corresponde exclusivamente a los autores, y su propiedad intelectual pertenece a la Escuela Superior Politécnica del Litoral.



Diego Pareja Burbano



Andrés Pinchin Soriano



CIB - ESPOL

ÍNDICE GENERAL

DEDICATORIA

AGRADECIMIENTO

TRIBUNAL DE GRADUACIÓN

DECLARACIÓN EXPRESA

ÍNDICE GENERAL

ÍNDICE DE TABLAS

ÍNDICE DE GRÁFICOS

INTRODUCCIÓN

CAPÍTULO 1: ANÁLISIS FUNCIONAL	13
1.1. Antecedente	14
1.2. Actividad principal de negocio	15
1.3. Productos y Competencia.....	15
1.4. Personal	17
1.5. Clientes.....	19
1.6. Resumen de transacciones con compañías relacionadas.....	20
CAPÍTULO 2: CONDICIONES DE LA INDUSTRIA Y DEL MERCADO.....	21
2.1. Contexto ecuatoriano.....	22
2.2. Análisis del sector bebidas	26
2.2.1. Evolución de la industria.....	26
2.2.2. Análisis del Mercado Mundial	28
2.2.3. Mercado ecuatoriano de bebidas	31
2.2.4. El consumo de colas en el país varía según la ciudad	38
CAPITULO 3: FUNCIONES, ACTIVOS Y RIESGOS DE LA	
COMPAÑÍA.....	40
3.1. Función de Manufactura.....	41
3.1.1. Compra de Materiales	41
3.1.2. Control de calidad de proveedores	43
3.1.3. Inventario de producción.....	44
3.1.4. Maquinaria de Producción	45

3.1.5.	Programación de Producción	46
3.1.6.	Manufactura e Ingeniería de procesos.....	47
3.1.7.	Proceso de Producción	48
3.1.8.	Descripción del Proceso	52
3.1.8.1.	Procesamiento del jarabe.....	52
3.1.8.2.	Embotellado y Empaquetado.....	52
3.1.8.2.1.	Botellas Retornables.....	52
3.1.8.2.2.	Botellas y Latas No Retornables.	53
3.1.9.	Control de Calidad de producción.....	54
3.2.	Función Marketing	56
3.2.1.	Estrategias	56
3.2.2.	Publicidad.....	58
3.3.	Funciones de Ventas y Distribución.....	59
3.3.1.	Ventas.....	59
3.3.2.	Control de Calidad (Ventas & Distribución).....	63
3.4.	Función de Merchandising & Servicio Post Venta	64
3.5.	Administración	65
3.5.1.	Administración General.	65
3.5.2.	Política de Precios	66
3.5.3.	Sistemas de Cómputo	66
3.5.4.	Crédito & Cobranzas.....	67
3.5.5.	Personal	68
3.6.	Análisis de los Activos Utilizados	69
3.6.1.	Activos tangibles	69
3.6.1.1.	Inventario	69
3.6.2.	Activos Intangibles.....	69
3.6.2.1.	Procesos de Manufactura & Investigación.....	69
3.6.2.2.	Patentes.....	70
CAPÍTULO 4: ANÁLISIS ECONÓMICO.....		71
4.1.	Metodología Utilizada.....	72
4.2.	Análisis CUP	74
4.2.1.	Método CUP.....	74

4.2.1.1.	Selección del modelo para cálculo de tasa de descuento	74
4.2.1.2.	Utilización del modelo CAPM	75
4.2.1.3.	Tasa Libre de Riesgo	75
4.2.1.4.	Prima de Mercado Emergente (Ecuador)	80
4.2.1.4.1.	Prima Base de Mercado Maduro de Capitales	80
4.2.1.4.2.	Prima del País	85
4.2.1.4.3.	Conclusión	85
4.2.1.5.	Beta de los activos	86
4.2.1.6.	Cálculo de la tasa de descuento	103
4.2.1.7.	Valor Presente Neto de la Compañía.	103
4.2.1.8.	Proyección de Estados Financieros	104
4.2.1.9.	Valor de Mercado de las acciones transferidas	123
4.2.2.	Conclusión Análisis CUP	124
4.2.3.	Análisis TNMM	125
4.2.3.1.	Metodología TNMM	125
4.2.3.2.	Selección de la parte analizada	125
4.2.3.3.	Selección de las compañías independientes	125
4.2.3.4.	Indicadores de nivel de rentabilidad	128
4.2.3.5.	Resumen estadístico	129
4.2.3.6.	Resultado de las compañías independientes	131
4.2.3.7.	Ajustes económicos	131
4.2.3.8.	Resultados ajustados de las compañías independientes	133
4.2.3.9.	Resumen de la información financiera de la Compañía	134
4.2.4.	Conclusión Análisis TNMM	135
	CONCLUSIONES	136

BIBLIOGRAFÍA

ANEXOS

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla N° 1.1. : Distribución de Trabajadores por área	19
Tabla N° 4.1. : Bonos del Tesoro Americano.....	76
Tabla N° 4.2. : Riesgo País Ecuador	77
Tabla N° 4.3. : Resumen de Rentabilidades	81
Tabla N° 4.4. : Cálculo de Prima de Mercado Maduro de Capital.....	84
Tabla N° 4.5. : Betas Desapalancados - Mercados Emergentes.....	88
Tabla N° 4.6. : Cálculo de beta desapalancado	102
Tabla N° 4.7. : Obligaciones bancarias	105
Tabla N° 4.8. : Detalle de activos fijos.....	106
Tabla N° 4.9. : Proyección de la Depreciación de los Activos Fijos Vigentes	107
Tabla N° 4.10. : Proyección de la Depreciación del CAPEX.....	109
Tabla N° 4.11. : Tabla Master-Escenarios de proyección	111
Tabla N° 4.12. : Proyección de Balance General	113
Tabla N° 4.13. : Continuación de Proyección de Balance General.....	114
Tabla N° 4.14. : Proyección de Estado de Resultados	115
Tabla N° 4.15. : Continuación de Proyección de Estado de Resultados.....	116
Tabla N° 4.16. : Proyección de Estado de Flujos de Efectivo	117
Tabla N° 4.17. : Continuación de Proyección de Estado de Flujos de Efectivo	118
Tabla N° 4.18. : Proyección de Flujo de Caja.....	121
Tabla N° 4.19. : Cálculo de Valor Presente Neto	122
Tabla N° 4.20. : Resumen de los resultados (sin ajustar).....	131
Tabla N° 4.21. : Efecto de los ajustes	132
Tabla N° 4.22. : Determinación del rango de Plena Competencia de MOTC	133
Tabla N° 4.23. : Estado Financiero de la Compañía	134

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico N° 1.1. : Participación en el mercado de bebidas sin gas.....	16
Gráfico N° 1.2. : Participación en el mercado de bebidas con gas.....	17
Gráfico N° 1.3. : Organigrama de la Compañía	18
Gráfico N° 2.1. : Consumo de Bebidas Gaseosas – Promedio Gasto Mensual	33
Gráfico N° 3.1. : Proceso de producción	51

INTRODUCCIÓN

Objetivo

Para efecto de evaluar el precio al que se pactó la transferencia de acciones realizada por la Compañía, a una entidad relacionada del extranjero; la cual se considera como compañía relacionada, se ha elaborado un estudio de precios de transferencia correspondiente al ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2006 (en adelante “ejercicio 2006”).

Para la elaboración del citado estudio se tomaron en cuenta las disposiciones legales vigentes en Ecuador, que regulan las operaciones celebradas durante el ejercicio 2006 con entidades vinculadas residentes en el exterior.

Adicionalmente, como referencia técnica se utilizaron las Directrices en Materia de Precios de Transferencia para Empresas Multinacionales y Administraciones Tributarias aprobadas por el Consejo de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (en adelante “Directrices de la OCDE”)¹.

La normativa tributaria ecuatoriana establece la obligación a los contribuyentes del Impuesto a la Renta de obtener y presentar al Servicio de Rentas Internas (en adelante “SRI”) la Documentación Comprobatoria por aquellas transacciones que la Compañía celebre con partes relacionadas residentes en el extranjero en la que se

¹ La Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (“OCDE”), es un organismo constituido por países con economías normalmente desarrolladas del cual Ecuador no es miembro, que cuenta entre sus objetivos, el de establecer lineamientos generales para facilitar el comercio internacional.

demuestre que se consideró para esas operaciones los precios y márgenes de utilidad que se hubieran utilizado en operaciones comparables con o entre partes independientes (principio de plena competencia conocido a nivel internacional como “arm’s length”)².

Alcance

El alcance de este Proyecto de Tesis se enfoca exclusivamente en las implicaciones en materia de Precios de Transferencia respecto de la siguiente operación realizada por la Compañía durante el ejercicio 2006 con una entidad relacionada del exterior:

- Venta de acciones al exterior

No forman parte del alcance de este informe las transacciones que pudiera haber realizado la Compañía con otras empresas vinculadas en Ecuador.

El trabajo no incluyó la realización de procedimientos de auditoría particulares respecto de la información financiera proporcionada, por lo que cualquier hecho que no hubiera sido proporcionado o corregido, en su caso, podría modificar las conclusiones de este estudio.

² El principio de “arm’s length” es aceptado internacionalmente y consiste en analizar las transacciones celebradas entre partes relacionadas, como si se tratara de operaciones celebradas entre partes independientes. El consenso internacional prefiere este principio sobre el principio de prorrateo o “global formulary apportionment”, el cual basa la distribución de utilidades en parámetros que no siempre representan comparables adecuados, ya que no necesariamente reflejan las funciones, riesgos y recursos de una negociación.

Contenido

En la sección II, se presenta el Análisis Funcional, el cual contiene los antecedentes de la Compañía, de la organización a la cual pertenece, de su estructura organizacional y funcional, de su negocio. Adicionalmente se incluye la información específica relativa a las operaciones realizadas por la Compañía con entidades vinculadas del exterior, y un Análisis Industrial del sector en el cual opera la Compañía.

En la Sección III, se incluye el Análisis Económico de las transacciones intercompañía con una descripción de la metodología empleada, un detalle de las compañías independientes utilizadas como comparables y las conclusiones del análisis efectuado.

Finalmente, se incluye distintos Anexos con la información soporte para la Documentación Comprobatoria, incluyendo información de las compañías independientes utilizadas en el análisis económico, descripción de los ajustes económicos realizados y un resumen de la legislación ecuatoriana en materia de Precios de Transferencia, entre otros.

CAPÍTULO 1: ANÁLISIS FUNCIONAL

El propósito del análisis funcional es describir la manera en que se lleva a cabo la actividad de negocios de la Compañía, las condiciones económicas, de mercado y de negocio que la afectaron durante el ejercicio 2006, así como las principales funciones realizadas, los activos utilizados y los riesgos asumidos. Cada uno de estos conceptos se desarrolla a continuación.

En este capítulo se analiza información histórica de La Compañía, con sucesos que se enuncian en los antecedentes. Se denota también la evolución que se logró poco a poco con el transcurso de los años hasta la actualidad, en que La Compañía cuenta con un fuerte posicionamiento de mercado que, como se afirma en el desarrollo del capítulo, se debe principalmente a las estrategias de coberturas geográficas, esto es, con la incorporación de distribuidores y agencias a lo largo de todo el país.

También se hace referencia al grupo humano que labora en La Compañía, el modo como se organizan en cada área y sus funciones desempeñadas, y se introduce la primicia de este proyecto: la transacción que se ha realizado con la compañía relacionada en el extranjero.

1.1. Antecedente

La Compañía se inició en el año de 1940, con las funciones de embotellamiento y distribución de bebidas gaseosas.

En la Costa, las operaciones empezaron en el año mencionado, y atravesaron un largo proceso hasta que se consolidó en 1990. A partir de este año, la Compañía incursionó en el negocio de la fabricación y distribución de un producto de una distinta línea de manejo: Agua Natural sin gas, y pocos años después Agua Mineral con Gas.

Durante este largo período de desarrollo, se abastecía del producto a todos los ecuatorianos desde la planta embotelladora. A medida que transcurrió el tiempo se fue incrementando la cobertura alrededor del país, a través del funcionamiento de agencias ubicadas en distintas ciudades y lugares estratégicos del país, y la contratación de distribuidores que se debieran encargar de la optimización de venta de producto en sitios potenciales.

En sus inicios, la Compañía contaba únicamente con 4 camiones repartidores de producto; poco a poco se fueron adquiriendo camiones; hasta la actualidad que se cuenta con una flota de 85 camiones, esta elevada cantidad es compensada por los canales de distribución que maneja la Compañía en la actualidad.

1.2.Actividad principal de negocio

La actividad principal de la Compañía consiste en la manufactura y distribución a nivel nacional, de bebidas carbonatadas y agua.

1.3.Productos y Competencia

Los productos que comercializa la Compañía se clasifican en:

- Bebidas Gaseosas
- Bebidas sin Gas
- Agua Natural sin Gas
- Agua Mineral con Gas

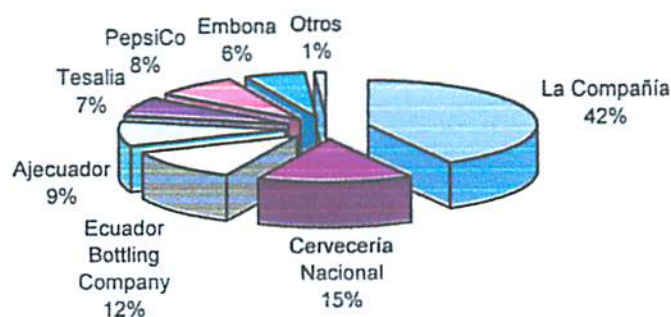
La competencia de la Compañía en la industria de bebidas, se clasifica en directa e indirecta. La competencia directa es aquella que se dedica al mismo negocio de la Compañía, es decir, su actividad consiste en la elaboración y comercialización de bebidas con o sin gas. Por otro lado, la competencia indirecta son aquellas compañías que producen bebidas isotónicas o saborizadas.

En el siguiente gráfico, se detalla la participación de mercado de la Compañía, en lo que respecta al negocio de bebidas sin gas.

Gráfico N° 1.1.

Participación en el mercado de bebidas sin gas

Al cierre del ejercicio 2006



Fuente: Información proporcionada por la Compañía.

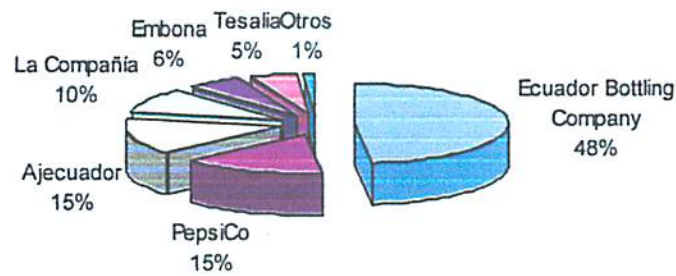
Como se puede observar, en lo referente al negocio de las bebidas sin gas, se denota un liderazgo notorio por parte de la Compañía, abarcando un 42% del mercado nacional, mientras que sus competidores pasan a desempeñar un papel prácticamente secundario. Esto se debe en parte a la intensa importancia que se da al “ensanchamiento” de los canales de distribución, y como se explica posteriormente, la incorporación de nuevos distribuidores a fin de obtener la mayor cobertura nacional posible.

De igual manera, se detalla a continuación la participación de mercado de la Compañía, en lo que respecta al negocio de bebidas gaseosas.

Gráfico N° 1.2.

Participación en el mercado de bebidas con gas

Al cierre del ejercicio 2006



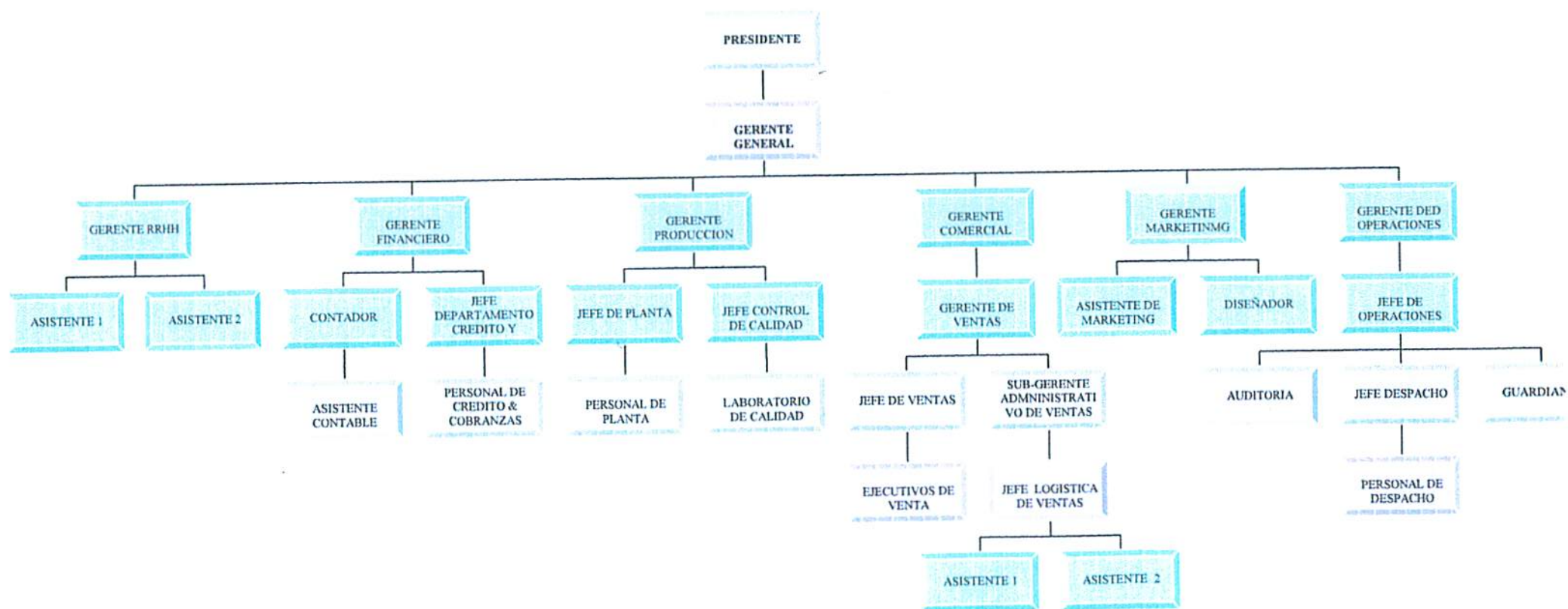
Fuente: Información proporcionada por la Compañía.

Por otro lado, en el gráfico precedente, podemos darnos cuenta que EBC (Ecuador Bottling Company) lleva una distante ventaja con respecto a la competencia, en la venta de bebidas gaseosas. Cuentan con una marca fuertemente posicionada en el mercado, como lo es Coca Cola.

1.4. Personal

Al cierre del ejercicio 2006, la Compañía cuenta con una fuerza laboral de 557 empleados. Para entender mejor la estructura de la Compañía, a continuación presentamos el organigrama.

Gráfico N° 1.3.
Organigrama de la Compañía
Al cierre del ejercicio 2006



Fuente: Organigrama proporcionado por la Compañía.

A continuación se resume el número de empleados por área.

Tabla N° 1.1.

Distribución de Trabajadores por área

Al cierre del ejercicio 2006

Área	Número de Empleados
Desarrollo Humano	8
Finanzas	3
Crédito	4
Contabilidad	6
Control de Calidad	30
Producción	160
Despacho	60
Plataforma	18
Mecánica	15
Guardiania	8
Ventas	220
Administración	10
Marketing	5
Auditoría	7
Atención al Cliente	3
Total	557

*Fuente: Información proporcionada por la Compañía.
Elaborado por: autores*

1.5. Clientes

Los clientes de la Compañía son:

- Centros comerciales,
- Autoservicios,
- Supermercados,
- Restaurantes importantes y de renombre,
- Colegios de un nivel medio- alto y alto,

- Discotecas,
- Bares,
- Tiendas de barrios,
- Picanterías,
- Negocios mayoristas.

A más de estos clientes enlistados, constan también los distribuidores encargados de la cobertura de un sector determinado.

1.6. Resumen de transacciones con compañías relacionadas

En el Anexo I se explica de manera detallada en que consiste una compañía relacionada, como se constituye, y los factores que inciden para que puedan ser consideradas como tal.

Durante el año 2006, la Compañía realizó una transferencia de acciones a una compañía relacionada del exterior. Debido a que la cesión de acciones se realizó a un valor de cero, la Compañía calculó una pérdida de USD 495,545 la cual para efectos fiscales, fue considerada como un gasto no deducible en la conciliación contable tributaria.

Cabe mencionar que la Compañía no ha transferido acciones a entidades terceras independientes, que en su efecto nos pudiera servir para evaluar el precio de mercado que deberían tener dichos documentos financieros.

CAPÍTULO 2: CONDICIONES DE LA INDUSTRIA Y DEL NEGOCIO

A efectos de entender mejor la actividad de negocios de la Compañía y el ambiente económico en el que desempeña sus actividades, a continuación incluimos un resumen de los principales aspectos macroeconómicos que caracterizaron a la economía ecuatoriana en el ejercicio 2006 y un análisis de la industria en la que opera la Compañía.

En esta sección se analizan aspectos macroeconómicos característicos de la economía ecuatoriana. Se toman datos estadísticos proporcionados por los reportes del Banco Central del Ecuador; tales como indicadores económicos, fuentes de ingreso de dinero al país, cifras referenciales del sistema bancario, nivel de precios; información que, en conjunto, concluirá con la situación económica en que se encuentra el país en relación a Latinoamérica.

En cuanto al entorno de la industria, se hace un estudio del mercado, a fin de identificar la tendencia actual, para de esta manera, lograr conocer las preferencias de los consumidores, y a consecuencia de ello, las medidas que los negocios implementan para adaptarse a las condiciones del mercado e industria.

2.1. Contexto ecuatoriano³

Al cierre del ejercicio 2006, según el informe de las Cuentas Nacionales del último trimestre, emitido por el Banco Central del Ecuador (en adelante – “BCE”), el Producto Interno Bruto (en adelante – “PIB”) alcanzó los USD 21,320 millones (USD 2000), lo que representó un crecimiento anual del 4.07%, porcentaje que marca una tendencia decreciente en el ritmo de crecimiento de los últimos tres años. En efecto, en el año 2004, 2005 y 2006, la economía creció, en términos reales, en 7.92%, 4.74% y 4.07%, respectivamente. Este comportamiento se debe principalmente a la desaceleración del sector petrolero (caída en los niveles de extracción de la industria de minas y canteras). Por su parte, el PIB no petrolero (el cual incluye el resto de actividades) mantuvo su ritmo de crecimiento.

El crecimiento del PIB en el 2006, se ve sustentado principalmente por un aumento de la demanda interna (5.17% con respecto del año 2005), la cual comprende el consumo final de los hogares y del Gobierno; sin embargo, dicho crecimiento no alcanzó los niveles registrados durante el año 2005 (7.14%).

Por otra parte, de acuerdo con las cifras reportadas por el BCE acerca de la balanza de pagos, al cierre del ejercicio 2006 la misma presentó un superávit en la cuenta corriente de USD 1,508.6 millones y en contrapartida, un déficit en la cuenta de capital y financiera de USD 1,609.4 millones.

³ Para la elaboración del análisis de las condiciones y negocio se utilizó información estadística publicada por el BCE en su página de internet www.bce.com.fin, y de la Asociación de Bancos Privados.

Una visión estática de la cuenta corriente, muestra que el Ecuador es superavitario en el comercio de petróleo crudo y de bienes de consumo no duraderos (principalmente banano). En los últimos años los ingresos externos se han vuelto aún más dependientes del petróleo, hasta llegar a una concentración (petróleo crudo / exportaciones) del 53.12% al cierre del ejercicio 2006. Al tomar en cuenta los derivados petroleros, la concentración llega al 57.80%. La posibilidad de una caída de los precios o de la producción son claros riesgos para la sostenibilidad de financiamiento de la balanza de pagos.

Las exportaciones petroleras al cierre del ejercicio 2006 fueron de USD 7,544.3 millones, USD 6,934 millones en petróleo crudo y USD 610.3 millones en derivados. Estas cifras representan un crecimiento del 29%, con respecto a las exportaciones petroleras registradas al cierre del ejercicio 2005. Asimismo, las exportaciones no petroleras, comprendidas como; tradicionales (Banano y plátano, café y elaborados, camarón, cacao y elaborados, atún y pescado) y no tradicionales, presentaron un crecimiento del 21%, siendo de USD 5,113.8 millones.

El déficit en la cuenta de servicios, se explica pues, casi la totalidad de las importaciones y una parte importante de las exportaciones se realizan con servicios de transporte no residentes.

Por el lado de la cuenta de transferencias corrientes, las remesas de los emigrantes constituyen la segunda fuente de ingresos de divisas al país, que en términos netos alcanzaron los USD 2,915.9 millones al cierre del ejercicio 2006.

Las remesas cuentan con una ventaja adicional: se garantiza un flujo directo de dinero hacia los hogares. Éstas principalmente dinamizan el consumo de los hogares y mejoran el bienestar económico de las familias de los emigrantes. Las remesas han mostrado una tendencia creciente que se puede explicar por la constante salida de ecuatorianos al exterior, los procesos de legalización en España (casi el 44% de las remesas provienen de España) y la depreciación del dólar frente al Euro (aproximadamente el 53% de las remesas provienen de Europa).

Otro rubro importante para la entrada de divisas al Ecuador, en el año 2006, fue la inversión extranjera directa, la cual llegó a los USD 2,087.4 millones, reportando un crecimiento del 26.80% con respecto al año anterior.

El mayor porcentaje de la inversión extranjera se dió en el sector petrolero. Las cifras arrojan que la inversión petrolera representó 4.5% del PIB mientras que la inversión no petrolera fue de apenas 0.6% del PIB.

En lo que respecta a la banca ecuatoriana, al cierre del ejercicio 2006, el sistema reportó una utilidad de USD 239.1 millones, USD 80.6 millones más que en el año anterior. Dicho desempeño se debió al dinamismo de los ingresos totales, cuya tasa de crecimiento anual fue de 23.12%, mientras los gastos totales crecieron 19.32%.

El monto de crédito otorgado por las instituciones bancarias creció un 25%, de 5,435 millones de dólares en el 2005 a 6,790 millones en el 2006. Los depósitos

totales crecieron de 7,705 millones en el 2005 a 9,037 millones en el 2006, lo que representó un incremento del 17.0%.

El salario básico fue fijado en USD 160 mensuales, de acuerdo al Instituto Ecuatoriano de Estadísticas y Censo (en adelante – “INEC”), la canasta básica para cubrir las necesidades de una familia compuesta por 4 miembros tuvo un costo de USD 453.21.

La tasa de desempleo fue del 9.82% y la de subempleo fue del 46.53% de la población económicamente activa, según cifras del BCE. La población ecuatoriana según el INEC al cierre del ejercicio 2006 era de 13,408,270 habitantes, de los cuales 4'373,435 habitantes se los considera como población económicamente activa.

Por otra parte, al cierre del ejercicio 2006, el Ecuador presentó el riesgo país más alto de América Latina, el mismo que cerró en 920 puntos, casi 5 veces el promedio de América Latina, lo que determina que el financiamiento externo, tanto público como privado, sea más costoso, lo cual afecta las tasas de interés domésticas.

Al cierre del ejercicio 2006, la economía ecuatoriana presentó una variación en el índice de precios al consumidor del 2.87%.

2.2. Análisis del sector bebidas

La industria de las bebidas se compone de dos categorías principales y ocho subgrupos. La primera, la categoría de las bebidas sin alcohol comprende: la fabricación de jarabes de bebidas refrescantes; el embotellado y enlatado de agua y bebidas refrescantes; embotellado, enlatado y envasado en cajas de zumos de frutas; la industria del café; y la industria del té. Por otro lado, la categoría de las bebidas alcohólicas, incluye licores destilados, el vino y la cerveza. A continuación se resume la evolución de la industria de bebidas.

2.2.1. Evolución de la industria

La industria de las bebidas, considerada desde un punto de vista global, aparece muy fragmentada, lo que resulta evidente por el gran número de fabricantes, de métodos de envasado, de procesos de producción y de productos finales. La industria de bebidas refrescantes constituye la excepción de la regla, pues está bastante concentrada. Aunque la industria de las bebidas esté fragmentada, sigue un proceso de consolidación desde el decenio de 1970, de modo que está cambiando la situación. Desde principios de siglo, las compañías de bebidas han evolucionado desde las empresas regionales que producían artículos destinados principalmente a los mercados locales hasta las gigantescas empresas de hoy, que elaboran productos para mercados internacionales. Este cambio se inició cuando las compañías del sector adoptaron técnicas de producción en masa que les permitieron expandirse. Además, durante este tiempo se consiguieron avances en el envasado de productos y

en los procesos que incrementaron enormemente el período de validez de los productos.

La industria de las bebidas emplea a varios millones de personas en todo el mundo, y cada tipo de bebida produce unos ingresos del orden de billones de dólares anuales.

Aunque los ingredientes y los métodos de producción de las bebidas varíen, el personal empleado en esta industria suele presentar muchas características en común. En el proceso de recolección de las materias primas, ya sean granos de café, cebada, lúpulo o uvas, se emplea a individuos o familias de bajos ingresos, no calificados. Además de constituir su principal fuente de ingresos, la recolección determina en gran medida su cultura y estilo de vida.

En cambio, la elaboración del producto requiere operaciones automáticas y mecanizadas, y habitualmente da empleo a trabajadores manuales semicalificados. En las instalaciones de producción y en las áreas de almacenamiento, los puestos más comunes son los de operario de máquinas de envasado y llenado, operario de cinta transportadora y trabajadores mecánicos y manuales. La formación para estos puestos se realiza en el propio lugar y se completa con instrucción sobre el trabajo. A medida que avanza la tecnología y la automatización, la plantilla se reduce en número y adquiere mayor importancia la formación técnica. Este personal de fabricación semicalificado suele contar con el apoyo de un grupo técnico altamente calificado, integrado por ingenieros industriales, jefes de fabricación, contables y técnicos en garantía de calidad/seguridad de alimentos.

El hecho de que en el decenio de 1990 exista una mayor preocupación por la salud en Europa y Norteamérica ha frenado el mercado de bebidas alcohólicas e incrementado la demanda de bebidas sin alcohol. Sin embargo, tanto las bebidas alcohólicas como las no alcohólicas están proliferando en los países en desarrollo de Asia, Suramérica y, en cierta medida, África. Como consecuencia de esta expansión, se están creando muchos puestos de trabajo para satisfacer las necesidades de producción y distribución.

2.2.2. Análisis del Mercado Mundial

Uno de los hechos que cabe destacar, a nivel internacional, es la tendencia a la concentración de capitales. Resulta evidente que este fenómeno no es particular del sector de las bebidas gaseosas, pero también lo es el hecho de que en el mismo se aprecia con mayor nitidez. Ejemplo de ello es lo que ocurrió en Estados Unidos entre 1996 y 1998, período en el cual más de 20 embotelladoras fueron vendidas, siendo en su mayoría adquiridas por empresas ya existentes.

Este fenómeno de concentración de la producción trae aparejado otro, que es el de la diversidad en la producción por parte de las empresas existentes. Es decir: mercados que con anterioridad se presentaban segmentados con claridad (aguas minerales y gaseosas, por ejemplo) hoy tienden a confundirse, siendo en muchos casos imposible diferenciar si una empresa se dedica primariamente a un producto o al otro. Una empresa puede producir agua y gaseosas, pero también lácteos y

galletitas. Tal es el caso, por ejemplo, de Danone con participación creciente en América Latina y EEUU.

Otros casos son los presentados por Coca-Cola y PepsiCo, los cuales en el año 2006, han introducido nuevas bebidas gaseosas que están fortificadas con vitaminas y minerales: Diet Coke Plus y Tava.

Se estima que, en la actualidad, Coca-Cola controla un 50% del mercado mundial de gaseosas, realizando un 70% de sus ventas fuera de los EEUU (territorio en el que continúa siendo la marca más vendida, pese a que en el 2002 sus ventas registraron una baja del 2%).

Para efectos de promoción, estas bebidas son denominadas como “bebidas espumosas”. Las compañías no las llaman gaseosas porque las personas empiezan a darle la espalda a la soda tradicional, golpeada en parte por la publicidad sobre su relación con la obesidad.

Aunque el negocio refresquero sigue siendo una industria de 68 mil millones de dólares en Estados Unidos, los consumidores cada vez extienden más la mano al agua embotellada, jugos espumosos y bebidas de té verde.

En 2005, la cantidad de bebidas gaseosas vendida en Estados Unidos cayó por primera vez en la historia reciente. Incluso el negocio de la soda dietética se ha desacelerado.

E. Neville Isdell, presidente ejecutivo de Coca-Cola, evidentemente frustrado porque su industria ha sido señalada en el debate sobre la obesidad, insistió en una conferencia reciente que sus productos dietéticos deben ser incluidos en la categoría de salud y bienestar porque, con pocas o ninguna caloría, son una respuesta lógica a las cinturas en aumento.

Tom Pirko, presidente de Bevmark, firma de consultoría del sector de alimentos y bebidas, dijo que era “un chiste” comercializar como saludables las bebidas gaseosas artificialmente endulzadas, aun cuando estuvieran fortificadas con vitaminas y minerales. La investigación de su compañía y otras, muestra que los consumidores creen que las bebidas gaseosas dietéticas son “la antítesis de lo saludable”.

La idea de un refresco saludable no es completamente nueva. En 2004, Cadbury Schweppes presentó 7Up Plus, soda baja en calorías fortificada con vitaminas y minerales. El año 2005, Cadbury trató de extender el aura de salud sobre su marca normal 7Up al etiquetarla “100 por ciento natural”. Sin embargo, la compañía cambió la etiqueta a “100 por ciento sabor natural” tras quejas de un grupo que aboga por la nutrición de que un producto que contiene jarabe de maíz rico en fructuosa no debe ser considerado natural, y 7Up Plus no ha prosperado.

Además de los refrescos dietéticos fortificados con vitaminas, PepsiCo está introduciendo al mercado Diet Pepsi Max, con mayor contenido de cafeína y ginseng, y Coca-Cola inició una nueva campaña de marketing para Coca-Cola Zero, donde enfatiza su sabor tan parecido a la Coca-Cola Clásica.

Al abordar el ritmo lento de las ventas de refrescos dietéticos, Dawn Hudson, presidenta y directora ejecutiva de Pepsi-Cola North America, señaló que durante la década pasada, los consumidores se cansaron de beber nada más sodas de cola como Coca Cola y Pepsi y buscaron otras alternativas. Sin embargo, recientemente, dijo, las bebidas dietéticas que no son de cola, como Diet Mountain Dew y Sierra Mist Free, han tenido buenos resultados.

Un estudio de Coca Cola Company asegura que en 200 países del mundo se consume 1 billón de botellas diarias de gaseosas solo de sus marcas.

Brasil y México son los mercados más grandes y para 2010 las ventas de gaseosas (todas las marcas) en la región llegarán a los 150,000 millones de litros al año (USD 120,000 millones).

2.2.3. Mercado ecuatoriano de bebidas

Las embotelladoras de bebidas gaseosas en el Ecuador, están viviendo su momento más colorido. El crecimiento de las preferencias por nuevos sabores y la necesidad en otros segmentos de consumo de bebidas ha empujado a que estas exploren recientes líneas de producción.

Después de dos años de estudiar y analizar sabores y esencias, Baloru, empresa que elabora concentrados de colas, se atrevió a fines de marzo del 2006, a lanzar una nueva gama de su tradicional sabor de Tropical, con más de 50 años en el país.

Amparado en estudios que demuestran un dinamismo en el consumo de bebidas con sabores a limón y naranja, Baloru decidió ir tras un pedazo de este pastel que representa, en cada sabor, entre el 9% y 12% de las ventas nacionales.

Esta empresa, que efectuó una inversión “importante” para el desarrollo de los sabores, aspira a captar del 20% al 25% de participación con las nuevas Tropical de sabores.

Pero ese movimiento del mercado también animó a Ajecuador, productora de marcas como Big Cola, a diversificar e incursionar con otros productos.

La gaseosa de esta empresa, cuyas ventas representan un alto índice de su facturación, ahora viene en sabores. Ajecuador introdujo cuatro sabores en su marca Big Cola: manzana, naranja, limón y fresa. Un quinto está en estudio. Los principales ejecutivos de la industria en Ecuador, perciben un crecimiento importante en el nicho de las colas saborizadas.

Y no es la única línea de producción que Ajecuador, multinacional peruana con operaciones en siete países, aumentó. Se ‘estrenó’ también en Ecuador en el segmento de jugos bajo la marca Pulp.

Por ahora, importado desde Perú, Pulp se comenzará a producir en Guayaquil. Ajecuador ya está implementando su propia planta para jugos con una inversión de USD 3.5 millones.

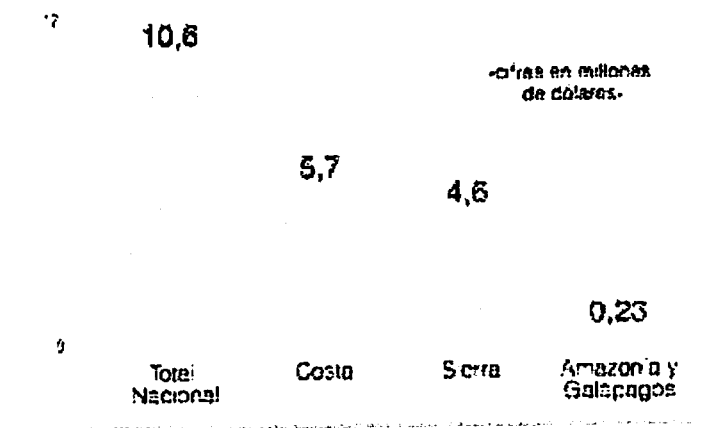
Ajecuador decidió competir en ese mercado debido a que es un “nicho abierto”. Ya hay cálculos de lo que podría rendir. Alfredo Paredes, director de Asuntos Corporativos de Ajegroup, cree que en los siguientes cinco años la tasa de crecimiento en el consumo per cápita (por persona) de jugos para el Ecuador rondará entre los 15 y 20 puntos porcentuales.

En el país se beben cerca de 60 millones de litros anuales, con un consumo por persona de cerca de 4.5 litros. En el siguiente gráfico, se detalla el consumo en dólares, de bebidas gaseosas en nuestro país.

Gráfico N° 2.1.

Consumo de Bebidas Gaseosas – Promedio Gasto Mensual

Al cierre del ejercicio 2006



Fuente: Revista Pulso Ecuador.

El mercado de las gaseosas, que mueve USD 10.6 millones mensuales en el Ecuador, es disputado palmo a palmo por cuatro embotelladoras, aunque el consumidor mantiene su preferencia por las colas negras (tradicionales).

La competencia se intensificó en 2001, con la llegada de la peruana Ajegroup (Ajecuator), que sacudió el mercado con las llamadas "b-brands" (marcas de bajo presupuesto): Big Cola (la de 1.7 litros cuesta USD 0.55) y Kola Real (la de 2 litros sale por USD 0.55).

En cuatro años, la peruana logró captar el 14% del mercado y ha obligado a Ecuador Bottling Company (EBC, la embotelladora de Coca Cola) y a International and Ecuatoriana de Refrescos (que produce Pepsi en el país) a sacar productos que puedan competir con las "b-brands" de Ajecuator.

Coca Cola tiene en el mercado la Inca Kola de 2 litros, que cuesta USD 0.55, y Pepsi ha sacado dos marcas de 3 litros: Más, que cuesta USD 0.95, y Gallito, que sale por USD 0.75.

El gerente de Ajecuator, Carlos Moya, asegura que su presencia en el país es importante, pero reconoce que sus mercados fuertes son el peruano (20%) y el venezolano (21%). En Perú existen seis plantas, mientras que en el país tienen dos, una en Machala y otra Guayaquil.

Pulso Ecuador, sin embargo, asegura que Coca Cola sigue siendo la reina del mercado, ya que es la marca más recordada (41%), seguida por Pepsi (9.1%) y por Fanta (5.1%), que también es embotellada por EBC, que tiene tres plantas (Quito, Santo Domingo y Guayaquil) y 47 puntos de distribución.

Volviendo al tema de la diversificación por parte de las compañías, para adaptarse a las tendencias del mercado en el que se encuentran, cabe analizar la incursión de las compañías, fabricantes en su principio de bebidas gaseosas, en la distribución de refrescos sin gas (como jugos, agua natural y mineral)

Los consumidores tienen prioridades distintas, prefieren cuidar su salud, antes que el sabor. Por ello ha aumentado en monstruosas proporciones la demanda de agua natural embotellada, jugos naturales y bebidas Light.

Ecuador Bottling Company (EBC) con su marca DASANI, en agua natural sin gas, agua natural con gas y jugos. Ajecuador con su marca CIELO en agua natural sin gas, CIFRUT y PULP en jugos cítricos. Pepsi-Cola con su marca LINDA, en agua natural sin gas. Estos son claros ejemplos de que estas compañías vieron el atractivo de estos productos, el apogeo con el que cuentan actualmente en el mercado ecuatoriano, y quisieron formar parte de ello.

Las bebidas de limón y naranja son preferidas por los consumidores. En la gama de jugos y refrescos que ofrece el mercado, los de botellas plásticas se imponen.

En un mercado lleno de gaseosas y energizantes –de varios colores y sabores– y de decenas de marcas de agua embotellada, el segmento de jugos y refrescos no podía quedarse atrás en la dura competencia que implica calmar la sed de los consumidores ecuatorianos.

En esa tarea, el limón y la naranja se han convertido en los aliados de esta industria que hoy ofrece en presentaciones pet (botellas plásticas descartables) bebidas para llevar a todas partes y que, inicialmente, fueron concebidas para su expendio en autoservicios.

La costumbre casera de consumir zumo de limón y jugo de naranja combinados con agua, es lo que inspiró a la empresa Resgasa, que envasa agua All Natural sin gas y All Mineral con gas, en diciembre del 2004 su producto Limonada; y en agosto de 2005 la Naranjada.

Cabe mencionar que la compañía Resgasa (Refrescos sin Gas), cuenta con otra compañía del mismo grupo: SAFA (Sociedad Anónima Frutera Nacional) que maneja la fabricación y distribución de bebidas gaseosas JEAN COLA.

Teddy Crow, gerente de comercialización de Resgasa, sostiene que era una necesidad que debía saciarse. “Se bebía limonada y naranjada puertas adentro y de manera informal en las calles. El producto siempre ha estado ahí, pero nadie lo vendía envasado y formalmente”, explica.

Actualmente, ambos refrescos representan el 20% de las ventas totales de Resgasa. Las expectativas de crecimiento son grandes, también se venden en botellas de un litro. La idea es penetrar en los restaurantes “porque resulta más barato comprarlo y dividirlo para cuatro vasos”, dice Crow.

La iniciativa de vender jugos, en el caso de Sumesa; quién también incursionó en la venta de agua natural sin gas embotellada en el 2005; surgió tras adquirir una nueva planta de EE.UU. y valorada en USD 2 millones que permitió diversificar su producción. La línea de líquidos tiene cinco años en la empresa (inició con el energizante Power Yus).

Se lanzó una limonada y los jugos de naranja y mandarina. Jovanny Solano, gerente nacional de ventas, sostiene que los líquidos son todo un mercado por explotar en Ecuador. “Se hizo un estudio y se vio que la tendencia apunta hacia las bebidas naturales y light. Las colas (gaseosas) están vendiendo aún, pero cada vez tienen que realizar un mayor esfuerzo publicitario y en mercadeo para mantener los volúmenes”, indica.

Algo similar ocurrió en Tony S.A., fabricante de jugos Tampico, pues su producto Tampico Pet, en sabores Citrus Punch, limonada y mora, ha tenido gran salida. “Pensábamos que venderíamos unas 800 mil unidades mensuales, pero alcanzamos casi 2 millones de unidades al mes”, cuenta Arturo Arce, jefe de la marca, quien ve un gran potencial de crecimiento en este mercado.

De acuerdo al reporte de tendencias de consumo Pulso Ecuador, un 43.9% de personas prefiere comprar bebidas no gaseosas (aguas y jugos) en las tiendas de barrio. Le siguen los supermercados, con el 27.4%. La encuesta se hizo a 3,650 hogares, en 15 ciudades. Estos productos compiten en las perchas con jugos solubles en agua y con las presentaciones en botellas de vidrio que llevan más años en el mercado nacional.

2.2.4. El consumo de colas en el país varía según la ciudad

Diego Izurieta, gerente de marketing de Refreshment Products Services Ecuador (representante de Coca Cola) afirma que el mercado de gaseosas está más desarrollado en Argentina, Brasil, Chile y Colombia.

En el Ecuador, la tendencia en el consumo de gaseosas varía según la ciudad y la región, asegura Mauricio Orbe, director de investigación de la firma Pulso Ecuador.

Por ejemplo, en Esmeraldas, Quevedo, Salinas, Cuenca, Ibarra y Riobamba, el mayor porcentaje de consumidores prefiere Coca Cola, mientras que en Machala (donde Ajecuator tiene una planta), Kola Real se ha posicionado como la líder del mercado.

Ambato, según Orbe, se inclina por las gaseosas de colores. En esa ciudad, solo el 30.1% de los consumidores prefiere las colas negras. En esa ciudad, los hogares de ingresos altos prefieren Pepsi.

La capital se inclina por la Coca Cola. Quito es la ciudad en la que más gaseosas negras consume la gente, según Pulso Ecuador.

Ranking 2006 de compañías más respetadas de la industria de alimentos y bebidas

- 1.- Procesadora Nacional de Alimentos Pronaca
- 2.- Nestlé Ecuador
- 3.- Compañía de Cervezas Nacionales
- 4.- Industrias Lácteas Toni
- 5.- Unilever Andina Ecuador
- 6.- Confites Ecuatorianos
- 7.- Kraft Foods Ecuador
- 8.- Ecuador Bottling Company (EBC Coca Cola)
- 9.- Industrias Alimenticias Ecuatorianas (Inalecsa)
- 10.- Refreshment Product Services Ecuador

CAPITULO 3: FUNCIONES, ACTIVOS Y RIESGOS DE LA COMPAÑÍA

En este apartado se analiza a fondo a La Compañía desde su interior. Se procede con una investigación profunda acerca del funcionamiento de cada uno de los departamentos que la conforman, el modus operandi de dichos departamentos, jerarquía, responsabilidades involucradas y riesgos asumidos sobre todos los cargos que existen dentro de La Compañía.

De igual manera se analiza los activos utilizados, de los cuales se vale La Compañía como herramienta principal para interactuar en la industria de manufactura y distribución de bebidas.

A continuación se detallan las funciones o actividades que desarrolla la Compañía, para el desarrollo de su actividad económica, así como, los activos utilizados en el proceso y los riesgos implícitos de dicha actividad. Esto con la finalidad de entender los componentes rentables de la empresa y su comparabilidad con distintos negocios.

3.1. Función de Manufactura.

3.1.1. Compra de Materiales

La Compañía tiene definidos los materiales que debe adquirir a través de sus proveedores calificados:

- Botellas de plástico en sus presentaciones desde 250 cm³ hasta 4000 cm³;
- Fajillas decorativas de los envases;
- Fajillas Roll-Fit para productos seleccionados;
- Azúcar;
- Maquinaria de inyecto soplado de envases;
- Suministros de Oficina;
- Empaque termoencogible; y,
- Combustible (Diesel) para flota de distribución.

Algunos de los proveedores que proporcionan estos materiales son:

- Agricominsa
- Plásticos del Litoral
- All Plastic
- Ingenio San Carlos
- Latienvases

De las compras de materia prima para la elaboración de productos, los envases de presentación personal (desde 250 cm³ hasta 500 cm³), son adquiridos a una compañía tercera independiente ubicada en Ecuador. Esta compañía le vende los envases personales para la elaboración de bebidas gaseosas y refrescos sin gas.

La persona que realiza la adquisición de materia prima es el Jefe de Compras, el cual luego de una planificación en conjunto del departamento que este representa con el departamento de ventas y distribución; deciden la cantidad necesaria a comprar de cada material. Estos procedimientos se realizan mes a mes. Lo fundamental está en que el departamento de Ventas y Distribución debe elaborar una proyección de ventas por producto mensual; para que de esta manera Compras tenga las cantidades estimadas de adquisición de materia prima.

El mismo jefe de compras es la persona indicada para negociar cualquier precio, es responsabilidad netamente de esta persona reducir la mayor cantidad de costos en adquisiciones, por lo que es lógico pensar que debería cotizar el mejor precio y mayor calidad posible en cada ítem a ser comprado.

3.1.2. Control de calidad de proveedores

En lo que respecta a la aceptación o “visto bueno” de lo que se desea comprar, corresponde al departamento de control de calidad, y en estos casos es cuando interviene la gerencia general para



apersonarse de que se está adquiriendo materia prima de alta calidad, la cual se verá reflejada en el producto final dirigido al consumidor. Se realizan pruebas con los materiales ofertados por los proveedores para analizar la calidad del producto final; esto es clave para la aprobación de compra.

La gerencia le exige a Control de Calidad y a Bodega de Materia Prima un reporte conjunto mensual de observaciones de las adquisiciones, para tomar decisiones respecto a la necesidad de búsqueda de nuevos proveedores.

Generalmente las compras no se llevan a cabo mediante consignación, debido a que este método es demasiado riesgoso para los proveedores por el concepto del mismo; en caso de que no se utilice cierta cantidad de material, el cliente lo devolverá al proveedor y solo cancelará lo utilizado; el riesgo está en el estado del material que el cliente retorne, si se encuentra en mal estado se crean inconvenientes entre las partes, y en este punto es que se concluyen las relaciones comerciales.

Como se mencionó anteriormente, los riesgos que existen en estos procesos, es la pérdida de calidad de los materiales a medida que transcurre el tiempo de compra, pero para ello se elaboran reportes periódicos de calidad, con el fin de auditar constantemente los materiales adquiridos.

3.1.3. Inventario de producción

Todo material adquirido por el Departamento de Compras que ingresa a la planta es trasladado a la Bodega de Materia Prima, allí se almacenan las compras, se realiza los procedimientos respectivos de ingreso, y luego son trasladados a la planta de producción en medida que sean requeridos para la correspondiente elaboración de producto. Estos procesos están bajo el mando del Jefe de Bodega, quien es responsable de llevar reportes e inventario del material a su cargo.

Los niveles de inventario son ingresados en el sistema, el cual está conectado con el departamento de compras, producción y ventas; para de esta manera poder cerciorarse de la correcta utilización del material adquirido y almacenado. Con este sistema se puede confirmar que el producto ingresado y almacenado está siendo destinado en su totalidad a la venta directa a los consumidores intermedios o finales.

En caso de que haya exceso de inventario; será responsabilidad de los Jefes de Compras y Bodega, ya que la explicación a este desfase es la falta de comunicación entre ambos; para determinar el inventario que se mantiene, y la compra sin fundamento y apresurada del Jefe de Compras. También puede ser por causa del mal

manejo de inventario del Jefe de Bodega; de dar información errónea de su Bodega, que conlleva a la compra innecesaria de materia prima. Cada persona está consciente de su cargo, sus funciones, y las sanciones a consecuencia de la falta de gestión o descuido de sus obligaciones.

3.1.4. Maquinaria de Producción



La decisión de compra de maquinaria, viene de alto mando (Presidencia-Gerencia General), la cual analiza de manera cautelosa, el lugar más adecuado donde adquirir maquinaria para la función que se requiera. La misma gerencia es quien lleva a cabo las negociaciones de compra de estos equipos, y todos los componentes de esta, como lo son la instalación de la maquinaria, la asesoría técnica internacional correspondiente, y su respectivo mantenimiento. De aquí mismo sale la decisión y autorización de adquirir nueva maquinaria de acuerdo a las necesidades planteadas por el departamento de producción; las cuales a su vez se ven presionadas por el departamento de ventas a razón de falta de producto para la venta.

Algunos de los proveedores de maquinaria, adquiridas en el extranjero son:

- SMC Corporation Limited → Maquinaria de extrusión soplado para producir envases (Bogota, Colombia).
- ADK → Máquinas Envasadoras (Bell Ville – Córdoba, Argentina).
- Maquinaria Europea → Máquinas Envasadoras (Ciudad de México – Distrito Federal).

3.1.5. Programación de Producción

El Departamento de Producción está encabezado por su gerente, el cual maneja las decisiones de producción de acuerdo a los requerimientos establecidos (por historial) de stock de mercadería. Esta persona tiene como obligación contar con la materia prima necesaria para la producción diaria, es por ello que se hace indispensable la comunicación entre este departamento, Compras y Bodega.

La programación se maneja de acuerdo a una planificación de producción establecida mensualmente, con lo que se determina cuantas líneas de producción deberá tener cada producto, para satisfacer la demanda del departamento de Ventas. En este proceso también entra un sistema en que están enlazados con Compras, Bodega y Ventas, para evitar falta de producto en un momento determinado, lo cual es fatal para un negocio de este tipo.

Los presupuestos que elabora cada departamento, a fin de cuentas son autorizados por la Gerencia General, con lo cual se exige una correcta planificación de presupuesto; ya que de lo contrario se pueden producir pérdidas para la compañía por

mal manejo de presupuesto departamental. Cada departamento deberá sustentar su decisión de presupuesto a la Gerencia, para de esta manera, ellos analizar su respectiva autorización, y obtener información valiosa acerca de las fluctuaciones de estas; y con ello involucrarse más en cada departamento.

3.1.6. Manufactura e Ingeniería de procesos

La Compañía manufactura los siguientes productos:

- Bebidas Gaseosas
- Bebidas sin Gas
- Agua Natural sin Gas
- Agua Mineral con Gas

El diseño de presentación de cada producto viene del departamento de Marketing, los cuales elaboran opciones que son presentadas a Gerencia, y estos aprueban el diseño definitivo para cada producto. Cabe mencionar que todo producto, de acuerdo a sus propiedades cualitativas, cuenta con envases sugeridos, los cuales preservan las características nutricionales de mejor manera.

En lo que respecta a las propiedades cualitativas y cuantitativas de los productos, esto está a cargo del departamento de Control de Calidad y Producción, ellos deberán regirse a las normas locales de producción, para establecer la fórmula de cada

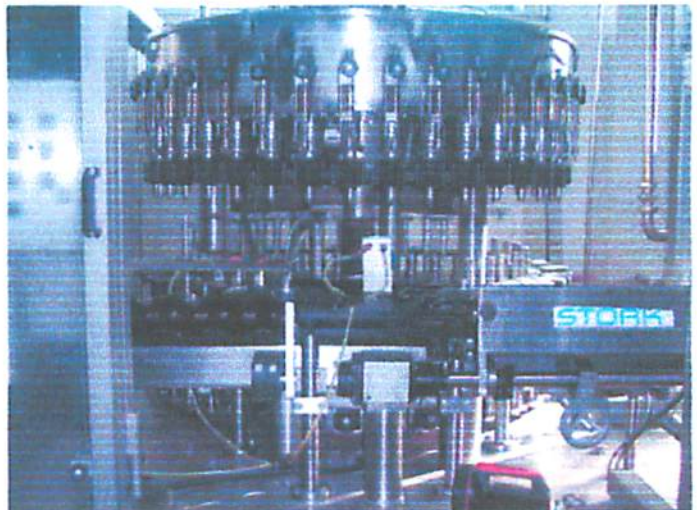
producto, de tal forma que se realizarán pruebas de laboratorio hasta lograr la fórmula requerida y sabor exigido.

3.1.7. Proceso de Producción

Las operaciones que se llevan a cabo en una planta de fabricación de bebidas se pueden dividir en cinco procesos básicos, la fabricación de bebidas gaseosas y jugos:

1. tratamiento del agua;
2. recepción de materias primas;
3. fabricación del concentrado;
4. llenado del concentrado y de los aditivos;
5. transporte de los productos terminados.

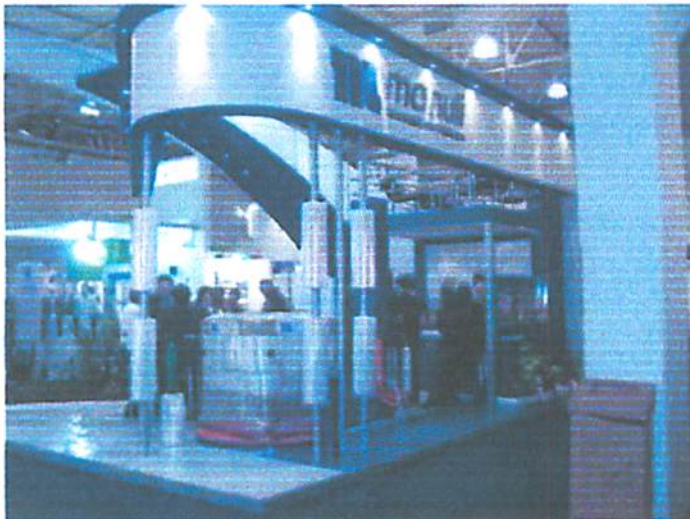
Cada uno de estos procesos entraña riesgos para la salud que pueden medirse y controlarse. El agua es un componente muy importante del concentrado y debe tener una calidad excelente. Cada planta de concentrado (formula saborizante) trata el



agua hasta conseguir la calidad deseada y que esté exenta de microorganismos. El tratamiento del agua se controla durante todas las etapas. Cuando la fábrica recibe los

ingredientes, se procede a la inspección, toma de muestras y análisis de los mismos en el departamento de control de calidad. En el proceso de fabricación del concentrado sólo se utilizan materiales que hayan pasado las pruebas. Algunas materias primas se reciben en camiones cisterna y requieren una manipulación especial. También se recibe el material de envasado, que se evalúa y analiza de la misma forma que las materias primas. Para la fabricación del concentrado, el agua tratada y los ingredientes líquidos y sólidos se bombean al interior de tanques de acero inoxidable, donde se mezclan, homogeneizan y/o se concentran según las instrucciones de fabricación.

Una vez fabricado el concentrado, se llega a la etapa de llenado. Todos los productos son conducidos por tuberías a la sala de llenado. Antes de iniciar el proceso, las máquinas deben estar completamente limpias y desinfectadas. La



mayoría de las máquinas llenadoras se utilizan para tamaños de recipientes específicos. Los productos se mantienen dentro de las tuberías y los tanques durante el proceso de llenado para evitar la contaminación. Cada

recipiente debe llevar la etiqueta con el nombre del producto y los riesgos de manipulación (si procede). Los recipientes llenos se trasladan con máquinas transportadoras al área de envasado, se apilan en estantes y se envuelven con plástico

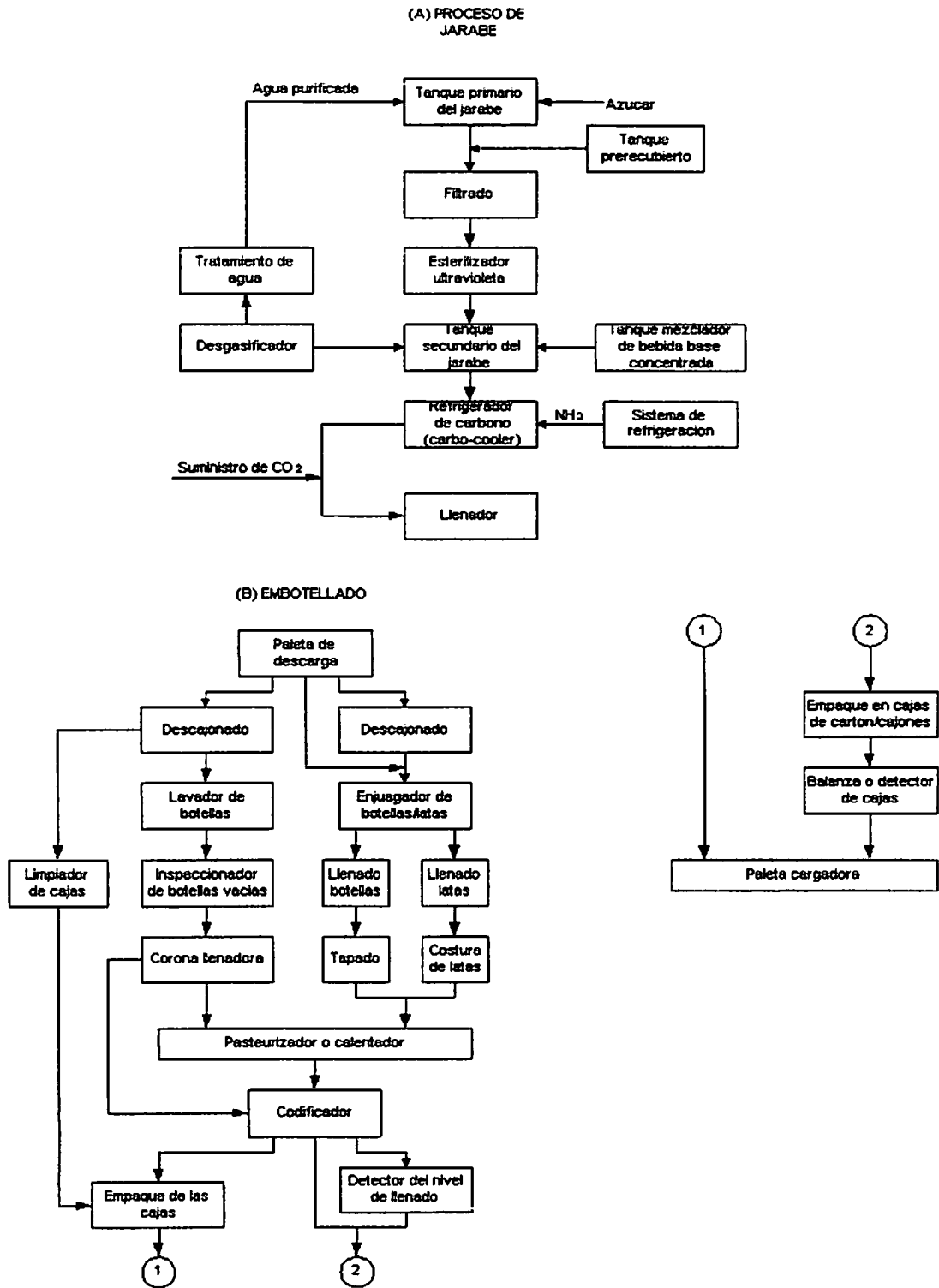
o se atan antes de almacenarlos. Además de los concentrados, se envasan los aditivos que se utilizan para la preparación de bebidas carbonatadas. Muchos de estos aditivos se introducen en bolsas de plástico y se colocan en cajas. Ya en el almacén, los productos se reparten y acondicionan para enviarlos a las distintas empresas embotelladoras.

El etiquetado debe ajustarse a las normas gubernamentales. Si los productos se destinan a otro país, la etiqueta deberá cumplir los requisitos de etiquetado de dicho país.

A continuación se describe el proceso de producción mediante un diagrama:

Gráfico N° 3.1.

Proceso de producción



Fuente: Información proporcionada por la Compañía.

3.1.8. Descripción del Proceso

3.1.8.1. Procesamiento del jarabe

Azúcar disuelto, jarabe simple o corriente, y agua (el cual ha sido depurado y tratado químicamente) son mezclados en el tanque del jarabe. El jarabe simple es filtrado y esterilizado en el esterilizador ultravioleta. Luego, el jarabe esterilizado es bombeado al tanque de abastecimiento final donde se añadirá la bebida base concentrada y el agua depurada. Finalmente, el jarabe es conducido al carbonatador para su carbonatación y enfriamiento. Una vez que ha sido enfriado, queda listo para su embotellado.

3.1.8.2. Embotellado y Empaquetado.

3.1.8.2.1. Botellas Retornables.

Las botellas vacías son recicladas en cajas y colocadas en paletas. Carretillas elevadoras transportan las paletas al despaletador donde se descargan las cajas. Luego, las cajas son enviadas al descajonador el cual obtiene las botellas desde las cajas. Una vez que las botellas entran a la máquina lavadora, las cajas son transportadas al almacén de cajas. Después de lavadas, las botellas limpias pasan a través de un registrador y luego son llenadas, tapadas y codificadas. El producto

final codificado es transportado y enviado para su encajonamiento, completando el proceso de empaque.

3.1.8.2.2. Botellas y Latas No Retornables.

Las botellas o latas no retornables son transportadas por una espátula desde la manufacturera.

Después de ser descargadas, son enjuagadas con agua purificada. Las botellas o latas limpias son transportadas para su proceso de llenado. Después de ser llenadas las botellas son tapadas, o en el caso de las latas, doblemente cocidas. Antes de ser empaquetadas en cajas de cartón, las latas o botellas son calentadas a punto de rocío para mantener la superficie seca.

Finalmente, las cajas de cartón son cargadas en cucharas o paletas. Entre el proceso de empaquetado y cargado, balanzas o detectores de cajas llenas son usados para controlar empaques inadecuados. Después de ser cargados, los productos quedan listos para su comercialización.

La decisión del empaquetado del producto, viene de Gerencia General, la cual luego de una junta con las “cabezas” de cada departamento, deciden las unidades por paquete que debería ser para cada ítem, tomando en cuenta también



consideraciones del mercado. En lo que respecta a la calidad del empaquetado, se debe tener mucho cuidado, se deben realizar pruebas antes de definir un proveedor; ya que en ocasiones la mala calidad del empaquetado no soporta las unidades que maneja y se rompe con facilidad.

3.1.9. Control de Calidad de producción

Ningún producto puede iniciar su proceso de producción sin antes tener la autorización necesaria del departamento de Control de Calidad, este debe concluir los análisis de laboratorio requeridos, con el cumplimiento de todos los procedimientos y normas establecidas por el instituto de higiene y ministerio de salud.

Por otro lado, debe existir un chequeo constante de la materia con que se fabrica la mercadería, si uno de estos componentes no cuenta con la calidad necesaria, es decir,

se encuentra con fallas, lo más probable es que repercuta en el resultado del producto terminado.

El Gerente de Control de Calidad está encargado de que su personal a cargo elabore los reportes de control de calidad de todas las fórmulas y materia prima de manera constante, se deberá monitorear las observaciones de quienes tienen la obligación de presentar reportes por turnos, para poder detectar cualquier anomalía en el proceso y solucionarlo, sin que este distorsione la cadena.

3.2. Función Marketing

3.2.1. Estrategias

La Compañía cuenta con un departamento de Marketing conformado por su gerente, como encargado, y un equipo a su mando: asistentes, diseñadores, etc.

Este departamento está encargado de llevar todo el trabajo concerniente al mercadeo y publicidad de la marca que representa la Compañía:

- Contenido de Infomerciales.
- Cuñas radiales.
- Contenido Propagandas televisadas.
- Diseños de propagandas volantes.
- Diseño de logos de productos.
- Diseño de Fajillas de productos.
- Diseño de material publicitario: Banners, Dummies Inflables.
- Impulsación de producto o activación de marca.

Todos estos diseños que se lleven a cabo, deberán contar con la aprobación de la Gerencia General para tener validez, y continuar con el proceso publicitario. La Gerencia incluirá cualquier innovación o cambio que deseen para un diseño dado.

El Gerente de Marketing elabora un presupuesto, el cual cree apropiado para poder llevar a cabo sus operaciones, con lo cual optimizaría el trabajo de su departamento.

Este presupuesto generalmente es mensual, o en el mejor de los casos trimestral. Con ello el departamento labora con mayor libertad, y se libra de procesos burocráticos, empleando mucho más tiempo en trabajo, ya que se ahorra todo el tiempo que se pierde al solicitar a menudo aprobaciones de presupuesto para una operación específica, y por ende, tener atascados proyectos.

Las funciones que realice el departamento de marketing son de suma importancia, de ellas depende que la marca no pierda fuerza en el reconocimiento y mente de los consumidores, especialmente en un mercado tan competitivo.

Algunos de las compañías más fuertes y posicionadas en el mercado son:

- Coca Cola (Ecuador Bottling Company)
- Pepsi Cola (Internacional and Ecuatoriana de Refrescos)
- Big Cola (Ajecuator)
- Tropical (Embotelladores Nacionales – Embona)

También existen algunas compañías que también se llevan participación numerosa del mercado de bebidas gaseosas:

- Jean Cola (sociedad Anónima Frutera Nacional - SAFA)
- Quintuples (Tesalia Springs Co.)

Como parte de la estrategia de posicionamiento a nivel nacional, la Compañía actualmente cuenta con distribuidores, a los cuales se les vende el producto con un porcentaje de descuento, para que, de esta forma, el margen de diferencia entre el precio al que compran el producto y al que venden, es constituido directamente como utilidad.

Estas personas adquieren el producto de contado, cancelan sus compras con las ventas realizadas el día anterior. Cada distribuidor obtiene un sector, luego se da un monitoreo y control que cada distribuidor respete el área demográfica, y únicamente trabaje en el sector que le corresponde. De esta manera, se obliga a que “exploten” la zona que les ha sido asignado.

3.2.2. Publicidad

La publicidad que se utiliza por parte de la Compañía es principalmente a través de:

Letreros Publicitarios: Se colocan letreros con publicidad netamente de productos de la compañía en sitios estratégicos del país (como avenidas más transitadas y autopistas). **Auspicios para Restaurantes:** 1) Se otorgan a una serie de clientes importantes (restaurantes, bares, picanterías, tiendas, etc.) letreros con publicidad compartida de ambas marcas. 2) También se proporcionan Menú Boards o cartas Menú para restaurantes y picanterías, con publicidad de la marca.

Caravanas: En fechas importantes como feriados nacionales, se organizan caravanas, en las que participa toda la flota de distribución (camiones) los cuales se decoran de acuerdo a la ocasión celebrada, y se recorre las principales calles de las ciudades, regalando a los transeúntes detalles elusivos de las fiestas de parte de la marca.

El diseño de los volantes, afiches y folletos informativos (brochures) de los productos, es elaborado por el departamento de marketing, este diseño una vez terminado, debe ser llevado a Gerencia General, para contar con la respectiva aprobación para la producción, aquí gerencia puede emitir comentarios de cualquier adición al diseño mostrado.

3.3. Funciones de Ventas y Distribución

3.3.1. Ventas

En lo que respecta al área de ventas, esta se encuentra dividida en dos:

- **Ventas Urbanas:** Todo lo que respecta a las ventas dentro de la ciudad. Esta a su vez está subdividida en dos: Cuentas VIP y Cobertura.
 - Cuentas VIP está comprendida por todos aquellos negocios importantes: locales dentro de centros comerciales, autoservicios, supermercados, restaurantes importantes y de renombre, colegios de

un nivel medio- alto y alto, discotecas, bares; en su mayoría “negocios vitrina” que son aquellos donde la marca gana nombre por la importancia de los lugares donde se encuentra el producto.

- Cobertura comprende colegios de nivel medio para abajo, que son en algunos casos, los de mayor consumo (por la excesiva cantidad de alumnos), tiendas de barrios, picanterías, negocios mayoristas, etc.
- Ventas Rurales: Corresponde a las ventas fuera de la ciudad, lo cual en su mayoría estaría constituido por agencias. Estas agencias son manejadas por un administrador, el cual es controlado por la compañía. Estas personas tienen un crédito límite hasta el cual ellos pueden solicitar compras. Algunas de las agencias que se manejan en el país son: Machala, Santo Domingo, Milagro, Portoviejo, Manta, Salinas, Playas, Esmeraldas, Cuenca, etc.

Cada departamento de ventas, tanto rural como urbano, está encabezado por su Jefe, el cual está encargado de elaborar las planificaciones de ventas, de captación de nuevos clientes, planeación de mantenimiento de cuentas aperturadas, etc.

La persona directamente encargada de elaborar los presupuestos de venta para todos los departamentos es el Sub-Gerente Administrativo de Ventas y Distribución. Esta persona lleva la información de ventas diaria de cada departamento de ventas, con lo que diariamente debe reportar las proyecciones mensuales, de acuerdo a las

ventas que se hayan realizado día a día. Con ello se presiona a los departamentos de venta a “apretar a su equipo” para esforzar sus gestiones, elaborar planes, con el fin de cumplir el presupuesto establecido al principio del mes.

Las personas responsables del cumplimiento o falta de este, de los presupuestos mensuales establecidos por la Sub-Gerencia Administrativa son los Jefes de cada departamento.

El mecanismo de venta es el siguiente:

El departamento de venta consta con un número determinado de Rutas, con las cuales dividen la ciudad en cuadrantes, cada ruta tiene un sector específico, y estas se encuentran conformadas por un chofer, oficial de ruta, pre-vendedor y supervisor.

A continuación se detalla las funciones de cada uno:

Chofer: Se encarga de conducir el camión y llevar el control de las facturas emitidas a los clientes despachados.

Oficial de Ruta: Se encarga de trasladar el producto desde el camión hasta el cliente que lo requiera.

Pre-vendedor: Esta persona realiza un trabajo de Pre-Venta, es decir, labora con un Rutero establecido por el Jefe de Ventas, como por ejemplo: los clientes que visita

el día lunes, el camión les entrega el martes. Esta persona visita a un número determinado de clientes y les consulta acerca de su necesidad de producto, el cliente realiza su pedido y este lo programa para que el camión repartidor lo entregue al día siguiente.

Supervisor: Esta persona es la encargada de la Ruta, debe supervisar que, por un lado, el pre-vendedor haga su trabajo de visitas, y que el camión repartidor haga el suyo de entrega de la totalidad de clientes pre-vendidos.

Por otro lado están los cargos de ejecutivos de venta, quienes tienen a su cargo rutas, y por lo tanto supervisores de zonas. Tienen entre sus funciones: Aperturas clientes dentro de sus zonas, hacer crecer las rutas en términos de incrementos de facturación en clientes activos y captación de nuevos clientes., y también brindar un servicio de mantenimiento de las cuentas aperturadas. Al momento de aperturar cuentas, los ejecutivos, cuando la situación amerite deberán hacerlo mediante la firma de contratos de exclusividad, con ello se asegura al cliente por un período determinado, el cual generalmente es de 1 año.

Los contratos ya cuentan con un formato fijo, elaborado en primera instancia por el departamento legal. El procedimiento a la firma del contrato consiste en que el ejecutivo debe hacer firmar el contrato al Representante Legal de la compañía y por otro lado, el cliente debe firmar para que conste el acuerdo de ambas partes.

Los riesgos relacionados con respecto a la demanda de los productos, corresponde directamente a la competencia, el hecho de que haya un mercado tan competitivo, tan extenso, de gran cantidad de ofertores del mismo tipo de producto, hace que los consumidores tengan más alternativas a la hora de sus preferencias de consumo, los cuales se determinan en varias ocasiones por el precio, y no por la calidad como prioridad.

Ciertos productos se exportan a países como: Estados Unidos, Canadá, Inglaterra y España. Dentro del departamento de Ventas, existe una división de comercio exterior, el cual se encarga de estas operaciones. Este departamento se encarga de las operaciones portuarias, y demás procedimientos para que el producto llegue a su destino.

Los riesgos que se asumen con este tipo de operaciones, están constituidos en el estado en que el producto llegue a su destino final. Existen diversos riesgos asumidos a la exportación de productos, entre los que puede ser la manipulación del producto antes de ser embarcado en el contenedor, la estibación del producto en el contenedor; esto puede conllevar a que en el trayecto el producto se estropee, etc.

3.3.2. Control de Calidad (Ventas & Distribución)

En diversas ocasiones se han dado pérdidas de producto, estos pueden ser por varios motivos; uno de ellos por ejemplo, exceso de micro-filtración; lo cual hace que el producto se “desinfe” y pierda sus propiedades características (como gas).

Ante estas situaciones, se observa un claro descuido de este departamento al no detectar esta falla en el proceso productivo. Otro caso en que se dan reclamos por parte de los clientes, es cuando reportan producto con olor a tóxico, lo que es causado por exceso de carbono en el proceso de producción de este.

3.4. Función de Merchandising & Servicio Post Venta

Entre las categorías de clientes que se atienden, constan los supermercados o autoservicios, la diferencia de estos con los demás tipos de clientes, está en que puede haber un trabajo de “perchaje” propio de producto. Este es un trabajo sumamente minucioso, para el cual se tiene el cargo de mercaderistas. Estas personas tienen la función de apantallar el producto que se expenda, de manera que quede perfectamente exhibido para el consumidor final. Debe de tener consideraciones, ya que hay un manual de procedimiento para este tipo de trabajos. Como por ejemplo, el producto más próximo a caducar debe de ir apantallado, es decir, en la primera fila, a primera vista del consumidor.

Por otro lado, como se explicó anteriormente, la venta no concluye con la simple transacción de compra-venta entre la compañía y el cliente. Debe de darse el mantenimiento correspondiente a los clientes activos. Este trabajo corresponde a los supervisores y ejecutivos de venta. Los supervisores deberán tener una comunicación constante con el personal que atiende en los locales activos, mientras que los ejecutivos tendrán comunicación y llegada a los propietarios. Ambas funciones con

el propósito de solucionar sobre la marcha cualquier desfase o error en lo que se refiere a la atención brindada.

3.5. Administración

3.5.1. Administración General.

Lo primordial en toda compañía de esta índole es la comunicación inter-departamental, por lo que semanalmente, está establecido un Comité Empresarial, el cual consiste en una reunión de horas de duración, en que participan los encargados de cada departamento, y se exponen opiniones, ideas, soluciones a problemas existentes, inconvenientes que se estén dando, y se planifican tareas semanales. En estas juntas, se puede observar una clara integración de todos los departamentos de la Compañía, y es precisamente para que exista armonía y cohesión por parte de todos, ya que la única manera de que el negocio salga adelante y crezca, es que todos los departamentos, mejoren en conjunto.

3.5.2. Política de Precios

Los precios de los productos nuevos, o los nuevos precios sobre los que se incrementan los productos, son determinados por la Administración, entre el departamento de Ventas y la Gerencia. Se toma como fundamento siempre los precios comparables de la competencia y se implementa el bench-marking si es el caso. Esto debe ir acorde con las expectativas de ganancia del producto, desde el punto de vista del margen de ganancia al costo total de fabricación del mismo.

3.5.3. Sistemas de Cómputo

Todo el sistema de computación de la Compañía es manejado por el Departamento de Sistemas, el cual tiene a su cargo lo referente a la tecnología que maneje la compañía. Se debe dar mantenimiento a los sistemas en que se facilita información acerca de las ventas efectivas diarias, sistema de transmisión de pedidos vía telefónica por parte del pre-vendedor (Inalambrik), e innovarlo a través de un sistema que esté enlazado con el departamento de Crédito & Cobranzas y Contabilidad.

El sistema que se está trabajando, debería de facilitar información del cliente, al momento de la transmisión del pedido por parte del pre-vendedor. Esto es, al momento en que se quiera transmitir el pedido de un cliente X, el sistema indicará si este cliente mantiene crédito vigente o cuenta con facturas vencidas, y por lo tanto debe ser cancelado el crédito otorgado. De igual manera con el Departamento de Contabilidad, para que, al transmitir el pedido, automáticamente se elaboren en el

centro de Digitación, las facturas correspondientes a los pedidos realizados por los clientes. Con esto, se evita los problemas de facturas mal elaboradas por parte de los choferes, que constantemente el cliente reporta, o también se detecta fácilmente reportes de pedidos falsos por parte de la fuerza de venta.

Esto es solo para citar un ejemplo, pero también se dan sistemas para los demás departamentos. Todo este tipo de operaciones constituyen las funciones de este departamento, elaborar e idear sistemas que optimicen el trabajo global de la compañía.

3.5.4. Crédito & Cobranzas

El mercado actual obliga a realizar ventas a crédito, gran parte de los clientes requieren de suma prioridad esta forma de pago. El problema que conlleva este método, es cuando el cliente se atrasa con las facturas. Cada cliente atendido a crédito tiene una ficha, la cual es almacenada en el sistema del Departamento de Crédito & Cobranzas, ellos cuentan con acceso a la información de cuantos días de crédito tiene cada cliente, por lo que detectan cuando estos están vencidos con sus facturas. De allí parten gestiones de cobranza de cartera, y si el cliente es reacio a cancelar, se ven obligados a cancelar el crédito otorgado, permitiendo únicamente la venta de productos de contado.

Con lo expuesto en el párrafo anterior, se evidencia el riesgo de otorgar crédito. Cuando se realizan gestiones de cobranzas y no se obtiene respuesta; luego de cancelar crédito, generalmente se pierden los clientes, ya que toman como un insulto el proceder del proveedor.

3.5.5. Personal

Existe la figura de una psicóloga organizacional, la cual está a cargo de la contratación del personal que la Compañía requiera. Esta persona analiza el perfil de los candidatos y toma la decisión de cual se adhiere mejor a las necesidades del cargo.

Una vez que el personal es contratado e ingresado en la nómina, recibe la capacitación apropiada al puesto para el cual fue contratado. La capacitación del personal tiene una duración de 2 semanas.

Una vez que el personal culmina la capacitación, labora la primera semana con su supervisor o jefe directo; para acomodarlo y familiarizarlo a sus tareas cotidianas.

En lo que respecta al área de producción, planta, control de calidad y despacho tienen 2 turnos diarios. Estas áreas laboran las 24 horas del día. El primer turno arranca a las 06:00 hasta las 18:00, el segundo turno desde las 18:00 hasta las 06:00.

3.6. Análisis de los Activos Utilizados

A continuación detallamos los activos tangibles e intangibles, así como el saldo de inventario al cierre del ejercicio 2006.

3.6.1. Activos tangibles

Por ser una compañía manufacturera, los activos fijos como maquinaria y equipo, representan la cuenta de mayor cuantía. Al cierre del ejercicio 2006, el total de activos fijos neto, de la Compañía ascendió a USD 2'390,273.

3.6.1.1. Inventario

En cuanto al inventario, al cierre del ejercicio 2006, la Compañía contabilizó un total neto de USD 6'362,983.

3.6.2. Activos Intangibles

3.6.2.1. Procesos de Manufactura e Investigación

La Compañía posee tecnología, la cual permite fabricar sus propios envases plásticos, para algunos de los productos. Se ha adquirido maquinaria de extrusión soplado para producir envases plásticos. Con esto se abarataron costos en gran medida, la maquinaria es considerada un activo más de la compañía.

3.6.2.2. Patentes

La Compañía tiene la marca de sus productos patentada, tanto de bebidas gaseosas, agua natural y jugos. La importancia de las patentes es significativa, ya que la marca es uno de los principales factores del crecimiento de la compañía, la fidelidad de los consumidores hacia la marca es indispensable en este tipo de negocio.

CAPÍTULO 4: ANÁLISIS ECONÓMICO

De acuerdo con lo señalado en el alcance, dentro del presente estudio económico se analiza la transferencia de acciones al exterior.

En esta sección, se busca lograr el objetivo principal de este proyecto: conocer el valor de mercado de las acciones transferidas a la compañía relacionada en el exterior. Para ello primero se deben tener a la mano cierta información como el valor presente neto de La Compañía, considerando normas tributarias basadas en el principio de plena competencia, tasa de descuento. Para hallar esta tasa, se seleccionó un modelo de valoración de activos, para con esto, poder descontar los flujos de efectivos proyectados.

El procedimiento a seguir en este apartado, va acorde a los lineamientos de un método en específico; se explicará la razón por la que se lo eligió, y los motivos de descarte de los demás métodos.

4.1. Metodología Utilizada

Como primer paso se ha efectuado una revisión de la transacción realizada por la Compañía con el objetivo de identificar transacciones comparables no controladas (Comparable Uncontrolled Transactions – “CUTs”) que pudiera servir de evidencia para comprobar que la transferencia de acciones intercompañía se realizara de manera consistente con lo que hubieran pactado partes independientes y, en su caso, utilizarlas en nuestro análisis aplicando el método del Precio Comparable No Controlado (Comparable Uncontrolled Price Method –“CUP”).

Sin embargo, no se cuenta con información de operaciones comparables a la operación bajo análisis que se hubieran pactado con terceros independientes. No obstante, considerando la naturaleza de las operaciones y la información de mercado disponible en relación a tasas de descuento, procedimos a aplicar el método CUP a partir de operaciones comparables externas.

Teniendo en cuenta la naturaleza de la operación bajo análisis y la información de mercado disponible para el cálculo de una tasa de descuento, que permita obtener el valor presente de los flujos de efectivo proyectados de la Compañía, se ha utilizado el método CUP, tomando para este efecto tasas de interés del mercado nacional e internacional, que permita calcular dicha tasa de descuento, y así conocer el valor de mercado de las acciones transferidos por la Compañía.

La metodología elegida es adecuada para documentar la transacción, considerando la información de mercado disponible. Cabe aclarar que los lineamientos de la OCDE al igual que la normativa tributaria ecuatoriana, establecen que cuando es posible hallar una transacción no controlada, la aplicación del método CUP es el modo más directo y confiable de aplicar el principio de plena competencia.

Respecto a la aplicación del Método del Precio de Reventa (Resale Price Method – “RPM”) se descartó toda vez que el mismo se utiliza para actividades de distribución, la cual no es la naturaleza de las transacciones bajo análisis.

El Método del Costo Adicionado (Cost Plus), utilizando a tal efecto comparables internos, es descartado, toda vez, la venta de acciones es contabilizada a nivel operativo.

Por su parte, se descartó el uso del Método de Distribución de Utilidades (Profit Split Method – “PSM”) y el Método Residual de Distribución de Utilidades (Residual Profit Split Method – “RPSM”); debido a que los activos, funciones y riesgos de las partes relacionadas son fácilmente identificables.

En consecuencia y teniendo en cuenta la calidad y confiabilidad de la información disponible, se realizó un análisis con el Método de Márgenes Transaccionales de Utilidad Operacional (Transactional Net Margin Method – “TNMM”), para reforzar la confiabilidad de los resultados que se obtuvieron al utilizar el método CUP.

Este método se encuentra específicamente reconocido en la legislación de precios de transferencia y en los Lineamientos de la OCDE.

4.2. Análisis CUP

4.2.1. Método CUP

El método CUP permite establecer el precio de plena competencia de los bienes o servicios transferidos en cada una de las operaciones entre partes relacionadas, con el precio facturado de los bienes o servicios transferidos en operaciones con o entre partes independientes en operaciones comparables⁴.

4.2.1.1. Selección del modelo para cálculo de tasa de descuento

La normativa tributaria en materia de precios de transferencia, permite evaluar el precio de una venta de acciones a compañías relacionadas del exterior, a través del cálculo del valor presente de los flujos de efectivo proyectados. El modelo seleccionado para el cálculo de la tasa de descuento es el CAPM.

El CAPM es un modelo de estimación del rendimiento de los títulos de capital de una empresa. Según este modelo, el rendimiento de un título de capital es igual a una tasa libre de riesgo más el premio por riesgo que conlleva la inversión.

⁴ RLRTI, art. 66.4.

4.2.1.2. Utilización del modelo CAPM

Para la estimación de la tasa de descuento mediante la utilización del modelo de Capital Asset Pricing Model (en adelante “CAPM”), debemos considerar el cálculo de los siguientes factores:

1. Tasa Libre de riesgo
2. Prima de Mercado
3. Beta de los Activos

4.2.1.3. Tasa Libre de Riesgo

Como primer paso en el cálculo de la tasa de descuento utilizando el modelo CAPM, se estimó la tasa libre de riesgo del Ecuador, la cual se compone de la suma del rendimiento de los bonos del tesoro americano más el EMBI⁵ Ecuador. En el siguiente cuadro detallamos un resumen de los rendimientos de los bonos del tesoro americano para cinco, diez y treinta años.

⁵ Emerging Markets Bonds Index o Indicador de Bonos de Mercados Emergentes, el cual es calculado por J.P. Morgan Chase (un banco estadounidense especializado en inversiones) con base en el comportamiento de la deuda externa emitida por cada país. Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros www.superban.gov.ec, en base a indicadores calculados por J. P. Morgan.

Tabla N° 4.1.

Bonos del Tesoro Americano

Al cierre del ejercicio 2006

Bonos del Tesoro Americano			
Mes	5 años	10 años	30 años
Enero	4,34%	4,40%	4,58%
Febrero	4,56%	4,56%	4,58%
Marzo	4,71%	4,72%	4,73%
Abril	4,90%	4,99%	5,06%
Mayo	4,99%	5,10%	5,20%
Junio	5,06%	5,10%	5,15%
Julio	5,04%	5,08%	5,14%
Agosto	4,82%	4,87%	4,99%
Septiembre	4,66%	4,71%	4,85%
Octubre	4,68%	4,72%	4,85%
Noviembre	4,58%	4,59%	4,68%
Diciembre	4,53%	4,56%	4,68%

Fuente: United States Federal Reserve.

Debido a que la transacción bajo análisis fue realizada a finales del mes de Junio del año 2006 y que la Compañía considera que una proyección a 10 años de los estados financieros proporciona una estimación confiable de los flujos futuros (considerando activos intangibles), el rendimiento del bono del tesoro americano a esa fecha fue de 5.10%.

Así mismo, calculamos ahora la tasa de riesgo país del Ecuador, utilizando para ello, el índice EMBI Ecuador. A continuación se detalla el índice durante el año 2006.

Tabla N° 4.2.**Riesgo País Ecuador****Enero – Julio 2006**

Año	Mes	Día	EMBI ECU
2006	Ene	02-Ene-06	6,69%
2006	Ene	03-Ene-06	6,50%
2006	Ene	04-Ene-06	6,31%
2006	Ene	05-Ene-06	6,38%
2006	Ene	06-Ene-06	6,25%
2006	Ene	09-Ene-06	6,25%
2006	Ene	10-Ene-06	6,26%
2006	Ene	11-Ene-06	6,27%
2006	Ene	12-Ene-06	6,39%
2006	Ene	13-Ene-06	6,41%
2006	Ene	16-Ene-06	6,41%
2006	Ene	17-Ene-06	6,37%
2006	Ene	18-Ene-06	6,39%
2006	Ene	19-Ene-06	6,24%
2006	Ene	20-Ene-06	6,19%
2006	Ene	23-Ene-06	6,18%
2006	Ene	24-Ene-06	6,15%
2006	Ene	25-Ene-06	6,04%
2006	Ene	26-Ene-06	5,96%
2006	Ene	27-Ene-06	5,91%
2006	Ene	30-Ene-06	5,77%
2006	Ene	31-Ene-06	5,79%
2006	Feb	01-Feb-06	5,76%
2006	Feb	02-Feb-06	5,77%
2006	Feb	03-Feb-06	5,68%
2006	Feb	06-Feb-06	5,65%
2006	Feb	07-Feb-06	5,75%
2006	Feb	08-Feb-06	5,68%
2006	Feb	09-Feb-06	5,73%
2006	Feb	10-Feb-06	5,57%
2006	Feb	13-Feb-06	5,57%
2006	Feb	14-Feb-06	5,53%
2006	Feb	15-Feb-06	5,57%
2006	Feb	16-Feb-06	5,71%
2006	Feb	17-Feb-06	5,70%
2006	Feb	20-Feb-06	5,70%
2006	Feb	21-Feb-06	5,70%
2006	Feb	22-Feb-06	5,79%
2006	Feb	23-Feb-06	5,75%
2006	Feb	24-Feb-06	5,72%
2006	Feb	27-Feb-06	5,67%

Año	Mes	Día	EMBI ECU
2006	Feb	28-Feb-06	5,74%
2006	Mar	01-Mar-06	5,70%
2006	Mar	02-Mar-06	5,66%
2006	Mar	03-Mar-06	5,64%
2006	Mar	06-Mar-06	5,63%
2006	Mar	07-Mar-06	5,82%
2006	Mar	08-Mar-06	5,90%
2006	Mar	09-Mar-06	5,78%
2006	Mar	10-Mar-06	5,69%
2006	Mar	13-Mar-06	5,66%
2006	Mar	14-Mar-06	5,69%
2006	Mar	15-Mar-06	5,60%
2006	Mar	16-Mar-06	5,61%
2006	Mar	17-Mar-06	5,62%
2006	Mar	20-Mar-06	5,58%
2006	Mar	21-Mar-06	5,57%
2006	Mar	22-Mar-06	5,56%
2006	Mar	23-Mar-06	5,57%
2006	Mar	24-Mar-06	5,56%
2006	Mar	27-Mar-06	5,59%
2006	Mar	28-Mar-06	5,46%
2006	Mar	29-Mar-06	5,39%
2006	Mar	30-Mar-06	5,32%
2006	Mar	31-Mar-06	5,24%
2006	Abr	03-Abr-06	5,30%
2006	Abr	04-Abr-06	5,28%
2006	Abr	05-Abr-06	5,30%
2006	Abr	06-Abr-06	5,34%
2006	Abr	07-Abr-06	5,34%
2006	Abr	10-Abr-06	5,30%
2006	Abr	11-Abr-06	5,31%
2006	Abr	12-Abr-06	5,23%
2006	Abr	13-Abr-06	5,22%
2006	Abr	14-Abr-06	5,22%
2006	Abr	17-Abr-06	5,22%
2006	Abr	18-Abr-06	5,14%
2006	Abr	19-Abr-06	5,06%
2006	Abr	20-Abr-06	5,04%
2006	Abr	21-Abr-06	5,03%
2006	Abr	24-Abr-06	5,02%
2006	Abr	25-Abr-06	4,90%
2006	Abr	26-Abr-06	4,80%
2006	Abr	27-Abr-06	4,80%
2006	Abr	28-Abr-06	4,83%
2006	May	01-May-06	4,78%
2006	May	02-May-06	4,81%
2006	May	03-May-06	4,79%

Año	Mes	Día	EMBI ECU
2006	May	04-May-06	4,77%
2006	May	05-May-06	4,81%
2006	May	08-May-06	4,80%
2006	May	09-May-06	4,78%
2006	May	10-May-06	4,57%
2006	May	11-May-06	4,60%
2006	May	12-May-06	4,65%
2006	May	15-May-06	4,84%
2006	May	16-May-06	4,82%
2006	May	17-May-06	4,91%
2006	May	18-May-06	4,91%
2006	May	19-May-06	4,96%
2006	May	22-May-06	5,13%
2006	May	23-May-06	5,20%
2006	May	24-May-06	5,24%
2006	May	25-May-06	5,09%
2006	May	26-May-06	5,04%
2006	May	29-May-06	5,04%
2006	May	30-May-06	5,03%
2006	May	31-May-06	5,04%
2006	Jun	01-Jun-06	4,95%
2006	Jun	02-Jun-06	5,16%
2006	Jun	05-Jun-06	5,03%
2006	Jun	06-Jun-06	5,10%
2006	Jun	07-Jun-06	5,09%
2006	Jun	08-Jun-06	5,20%
2006	Jun	09-Jun-06	5,14%
2006	Jun	12-Jun-06	5,21%
2006	Jun	13-Jun-06	5,29%
2006	Jun	14-Jun-06	5,21%
2006	Jun	15-Jun-06	5,06%
2006	Jun	16-Jun-06	5,06%
2006	Jun	19-Jun-06	5,07%
2006	Jun	20-Jun-06	5,18%
2006	Jun	21-Jun-06	5,18%
2006	Jun	22-Jun-06	5,30%
2006	Jun	23-Jun-06	5,28%
2006	Jun	26-Jun-06	5,25%
2006	Jun	27-Jun-06	5,38%
2006	Jun	28-Jun-06	5,19%
2006	Jun	29-Jun-06	5,28%
2006	Jun	30-Jun-06	5,19%
PROMEDIO			5,45%

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador.

Al 30 de Junio del 2006, el promedio del EMBI Ecuador es de 5.45%. En conclusión, la tasa libre de riesgo estimada para nuestro modelo CAPM es de 10.55% (5.10% + 5.45%).

4.2.1.4. Prima de Mercado Emergente (Ecuador)

En muchos mercados emergentes hay muy poca información acerca de datos históricos, y los datos existentes son muy volátiles para poder realizar una estimación significativa de la prima de mercado.

Para estimar la prima de mercado en estos países considerados como economías emergentes, podemos empezar enunciando la proposición básica para el cálculo de la prima de mercado en cualquier mercado de capital:

Prima de Mercado de Capital = Prima Base del mercado maduro de capitales + Prima del País.

La Prima del país puede reflejar el riesgo extra de invertir en ese mercado específico.

4.2.1.4.1. Prima Base de Mercado Maduro de Capitales

Para el cálculo de esta tasa consideramos al mercado de capital de los EEUU como un mercado maduro y que tiene suficientes datos históricos para calcular

razonablemente una estimación de la prima de riesgo. Dicha tasa se compone de la siguiente manera:

Rentabilidad de acciones menos la rentabilidad de Bonos del Tesoro.

Para la obtención de datos históricos acerca de rentabilidad de acciones y rentabilidad de Bonos del Tesoro, nos remitimos a la Base de Datos proporcionada por Ibbotson Associates⁶. Es importante obtener la mayor cantidad de datos posibles de tal forma que la estimación del error estándar sea razonable. Es por esto que para la estimación de la Prima de Riesgo nos remitimos a datos a partir del año 1928. A continuación se detalla las rentabilidades históricas para las acciones y bonos del tesoro:

Tabla N° 4.3.

Resumen de Rentabilidades

Período 1928-2006

Año	Rentabilidad de Acciones	Rentabilidad de Bonos	Valor Ponderado de US\$100
1928	43,81%	0,84%	143,81
1929	-8,30%	4,20%	131,88
1930	-25,12%	4,54%	98,75
1931	-43,84%	-2,56%	55,46
1932	-8,64%	8,79%	50,66
1933	49,98%	1,86%	75,99
1934	-1,19%	7,96%	75,09
1935	46,74%	4,47%	110,18
1936	31,94%	5,02%	145,38
1937	-35,34%	1,38%	94,00
1938	29,28%	4,21%	121,53
1939	-1,10%	4,41%	120,20

⁶ Base de Datos obtenida a través de la página: www.stern.nyu.edu/~adamodar.

Año	Rentabilidad de Acciones	Rentabilidad de Bonos	Valor Ponderado de US\$100
1940	-10,67%	5,40%	107,37
1941	-12,77%	-2,02%	93,66
1942	19,17%	2,29%	111,61
1943	25,06%	2,49%	139,59
1944	19,03%	2,58%	166,15
1945	35,82%	3,80%	225,67
1946	-8,43%	3,13%	206,65
1947	5,20%	0,92%	217,39
1948	5,70%	1,95%	229,79
1949	18,30%	4,66%	271,85
1950	30,81%	0,43%	355,60
1951	23,68%	-0,30%	439,80
1952	18,15%	2,27%	519,62
1953	-1,21%	4,14%	513,35
1954	52,56%	3,29%	783,18
1955	32,60%	-1,34%	1.038,47
1956	7,44%	-2,26%	1.115,73
1957	-10,46%	6,80%	999,05
1958	43,72%	-2,10%	1.435,84
1959	12,06%	-2,65%	1.608,95
1960	0,34%	11,64%	1.614,37
1961	26,64%	2,06%	2.044,40
1962	-8,81%	5,69%	1.864,26
1963	22,61%	1,68%	2.285,80
1964	16,42%	3,73%	2.661,02
1965	12,40%	0,72%	2.990,97
1966	-9,97%	2,91%	2.692,74
1967	23,80%	-1,58%	3.333,69
1968	10,81%	3,27%	3.694,23
1969	-8,24%	-5,01%	3.389,77
1970	3,56%	16,75%	3.510,49
1971	14,22%	9,79%	4.009,72
1972	18,76%	2,82%	4.761,76
1973	-14,31%	3,66%	4.080,44
1974	-25,90%	1,99%	3.023,54
1975	37,00%	3,61%	4.142,10
1976	23,83%	15,98%	5.129,20
1977	-6,98%	1,29%	4.771,20
1978	6,51%	-0,78%	5.081,77
1979	18,52%	0,67%	6.022,89
1980	31,74%	-2,99%	7.934,26
1981	-4,70%	8,20%	7.561,16
1982	20,42%	32,81%	9.105,08
1983	22,34%	3,20%	11.138,90
1984	6,15%	13,73%	11.823,51
1985	31,24%	25,71%	15.516,60
1986	18,49%	24,28%	18.386,33

Año	Rentabilidad de Acciones	Rentabilidad de Bonos	Valor Ponderado de US\$100
1987	5,81%	-4,96%	19.455,08
1988	16,54%	8,22%	22.672,40
1989	31,48%	17,69%	29.808,58
1990	-3,06%	6,24%	28.895,11
1991	30,23%	15,00%	37.631,51
1992	7,49%	9,36%	40.451,51
1993	9,97%	14,21%	44.483,33
1994	1,33%	-8,04%	45.073,14
1995	37,20%	23,48%	61.838,19
1996	23,82%	1,43%	76.566,48
1997	31,86%	9,94%	100.958,71
1998	28,34%	14,92%	129.568,35
1999	20,89%	-8,25%	156.629,15
2000	-9,03%	16,66%	142.482,69
2001	-11,85%	5,57%	125.598,83
2002	-21,98%	15,12%	97.996,61
2003	28,41%	0,38%	125.838,91
2004	10,70%	4,49%	139.308,83
2005	4,85%	2,87%	146.062,54
2006	15,63%	1,96%	168.886,53

Fuente: Base de Datos Ibbotson Associates.

Finalmente, para el cálculo de la estimación de la prima, en base a datos históricos, debemos precisar cual sería la mejor forma de calcular el promedio de dichos retornos.

El promedio aritmético proporciona una medida simple de la media de una serie anual de retornos, mientras que el promedio geométrico se enfoca en un retorno ponderado⁷.

⁷ El retorno ponderado se calcula tomando el valor en el período inicial de la inversión (valor 0) y el valor al final de la inversión (valor N) expresado de esta manera:

$$\text{Promedio Geométrico} = \left(\frac{\text{Valor N}}{\text{Valor 0}} \right)^{\frac{1}{n}} - 1$$

Convencionalmente, los argumentos se inclinan al uso de un promedio aritmético. De hecho; si los retornos anuales no están correlacionados a lo largo del tiempo, y el objetivo es estimar la prima de riesgo para un año posterior, el promedio aritmético es más adecuado para estimar la prima. Sin embargo, en la realidad existen fuertes argumentos a favor del uso del promedio geométrico.

Estudios empíricos parecen indicar que retornos en acciones están negativamente correlacionados en el tiempo, es decir, buenos resultados de un año específico vienen seguidos de años con malos resultados, y viceversa. Consecuentemente, los retornos calculados con promedio aritmético podrían generar primas sobrestimadas. En segundo lugar, mientras que los modelos para valorar activos podrían ser modelos para un período en particular, el uso de estos modelos para obtener expectativas de retorno sobre largos períodos (tales como 5 o 10 años) sugieren que este período en particular debiera ser mucho más largo que un año.

Dicho esto, hemos optado por calcular el retorno de las acciones y bonos utilizando el promedio geométrico:

Tabla N° 4.4.

Cálculo de Prima de Mercado Maduro de Capital

Promedio Geométrico	
Promedio Geométrico de Rendimiento de Acciones	9.86%
Promedio Geométrico de Rendimiento de Bonos	4.95%
Prima de mercado maduro de capitales (PMMC)	4.91%

Elaborado por: autores

Como se aprecia en el cuadro precedente, la PMMC es de 4.91%, correspondiente a la diferencia entre el promedio geométrico de acciones y bonos.

4.2.1.4.2. Prima del País

Como vimos en el punto 4.2.1.3., la tasa libre de riesgo del Ecuador es 10.55%. Sin embargo, la prima de rentabilidad que esperaría un inversionista al invertir en el Ecuador es la diferencia entre invertir con cero riesgo en un mercado de capitales maduro (Bonos de tesoro norteamericano) y en un mercado considerado economía emergente (Ecuador). Dicha diferencia es:

- Tasa libre de Riesgo EEUU: 5.10%.
- Tasa libre de Riesgo Ecuador: 5.45%.
- Diferencia (Prima del País): 0.35%

4.2.1.4.3. Conclusión

Una vez obtenidos las cifras procedemos a aplicar la fórmula de prima de mercados de capital:

Prima de mercado de Capital = 4.91% + 0.35% = 5.26%.

4.2.1.5. Beta de los activos

Finalmente, para el cálculo de la tasa de descuento utilizando para ello, el modelo CAPM, debemos tomar en cuenta los parámetros de riesgo para activos individuales en un negocio determinado, en este caso un negocio perteneciente a la industria de las bebidas.

Podemos estimar betas para firmas que no tienen datos históricos dado que todo lo que necesitamos saber es el tipo de negocio en el que opera. Dado que, el beta para un negocio se obtiene calculando un promedio a lo largo de un gran número de betas de compañías que se dediquen a la misma actividad comercial.

Para tal efecto, se ha hecho uso de las bases de datos publicadas por “Damodaran Online⁸”, la cual recopila información de 50,000 compañías aproximadamente, que cotizan en mercado bursátil a nivel mundial. De esta manera las bases de Damodaran nos otorga el cálculo de betas desapalancados para todo tipo de industrias en distintos tipos de mercados, entre ellos: EEUU, Europa, Japón y aquellos países considerados como economías emergentes. Para nuestro análisis se han tomado los betas desapalancados, correspondiente a industrias ubicadas en países de economía emergente. En el siguiente cuadro, se expone todo el detalle de los betas desapalancados para industrias ubicadas en mercados de economías emergentes.

⁸ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Tal como se muestra en el siguiente cuadro, de un promedio de 42 compañías dedicadas al negocio de la manufactura y distribución de bebidas sin alcohol, se ha obtenido el beta desapalancado de 0.84.

Tabla N° 4.5.

Betas Desapalancados - Mercados Emergentes

Al cierre del año 2006

Industria	Numero de Compañías	Beta	Ratio Pasivo/Patrimonio	Tasa Impuesto	Beta Desapalancado
Advanced Materials/Prd	27	1,51	23,10%	13,79%	1,26
Advertising Agencies	8	1,09	0,20%	16,50%	1,09
Advertising Sales	2	0,25	7,84%	12,66%	0,23
Advertising Services	2	1,64	15,72%	13,91%	1,44
Aerospace/Defense	14	0,97	81,37%	33,58%	0,63
Aerospace/Defense-Equip	14	1,44	6,23%	20,08%	1,37
Agricultural Biotech	11	1,11	22,46%	14,04%	0,93
Agricultural Chemicals	107	1,28	31,02%	19,92%	1,03
Agricultural Operations	126	1,40	0,15%	15,73%	1,40
Air Pollution Control Eq	1	1,04	24,55%	38,61%	0,90
Airlines	50	1,34	93,86%	15,19%	0,74
Airport Develop/Maint	15	0,99	30,38%	26,90%	0,81
Apparel Manufacturers	96	1,11	6,72%	16,35%	1,05
Appliances	65	1,29	4,33%	17,45%	1,24
Applications Software	101	1,07	1,66%	9,38%	1,06
Athletic Equipment	1	1,06	6,71%	11,44%	1,00
Athletic Footwear	11	1,01	78,73%	14,36%	0,60
Audio/Video Products	45	1,14	39,50%	14,93%	0,86
Auto Repair Centers	1	1,87	1,61%	0,00%	1,84
Auto-Cars/Light Trucks	74	1,33	174,51%	18,50%	0,55
Auto-Med&Heavy Duty Trks	25	1,31	21,41%	24,84%	1,13
Auto/Trk Prts&Equip-Orig	124	1,13	25,33%	20,62%	0,94

Industria	Numero de Compañías	Beta	Ratio Pasivo/Patrimonio	Tasa Impuesto	Beta Desapalancado
Auto/Trk Prts&Equip-Repl	61	1,01	11,44%	22,47%	0,93
B2B/E-Commerce	1	0,76	0,30%	0,00%	0,76
Batteries/Battery Sys	28	1,02	31,00%	16,22%	0,81
Beverages-Non-alcoholic	42	0,88	6,43%	16,01%	0,84
Beverages-Wine/Spirits	58	1,13	0,36%	23,72%	1,12
Bicycle Manufacturing	10	1,71	22,20%	14,22%	1,43
Bldg Prod-Air&Heating	17	1,18	2,97%	14,11%	1,15
Bldg Prod-Cement/Aggreg	253	1,32	0,99%	16,01%	1,30
Bldg Prod-Doors&Windows	7	1,86	55,92%	4,36%	1,21
Bldg Prod-Wood	27	1,49	4,28%	20,43%	1,44
Bldg-Mobil Home/Mfd Hous	3	1,40	20,51%	10,34%	1,18
Bldg-Residential/Commer	63	1,70	140,07%	17,65%	0,79
Bldg&Construct Prod-Misc	83	1,19	0,27%	18,22%	1,19
Blood Collection Banking	1	NA	0,00%	0,00%	NA
Brewery	55	0,88	28,61%	22,68%	0,72
Broadcast Serv/Program	21	1,23	7,11%	16,93%	1,16
Building-Heavy Construct	163	1,66	2,62%	21,45%	1,63
Building-Maint&Service	6	1,80	9,78%	6,03%	1,65
Building&Construct-Misc	178	1,65	10,39%	19,73%	1,52
Cable TV	13	0,68	63,77%	21,82%	0,45
Capacitors	12	1,52	13,85%	16,64%	1,36
Casino Hotels	9	1,11	2,60%	25,30%	1,09
Casino Services	4	1,53	0,02%	1,36%	1,53
Cellular Telecom	49	1,16	0,43%	21,89%	1,15
Ceramic Products	52	1,15	43,96%	22,88%	0,86
Chemicals-Diversified	109	1,23	34,01%	20,05%	0,97
Chemicals-Fibers	32	1,56	84,31%	19,34%	0,93
Chemicals-Other	55	1,48	44,93%	20,76%	1,09

Industria	Numero de Compafias	Beta	Ratio Pasivo/Patrimonio	Tasa Impuesto	Beta Desapalancado
Chemicals-Plastics	52	1,31	39,92%	14,77%	0,97
Chemicals-Specialty	98	1,23	17,71%	23,20%	1,09
Circuit Boards	53	1,34	27,81%	11,27%	1,07
Circuits	2	1,60	0,00%	0,79%	1,60
Closed-end Funds	1	0,33	0,00%	0,00%	0,33
Coal	60	1,34	0,06%	21,34%	1,33
Coatings/Paint	37	0,97	15,39%	23,19%	0,87
Coffee	6	0,82	45,62%	20,98%	0,60
Collectibles	1	0,70	1,23%	3,27%	0,69
Commer Banks Non-US	561	1,33	11,26%	19,12%	1,22
Commercial Serv-Finance	10	0,97	2,99%	20,68%	0,95
Commercial Services	23	0,98	4,68%	14,05%	0,94
Communications Software	16	0,85	5,33%	5,56%	0,81
Computer Aided Design	5	2,05	3,42%	14,73%	1,99
Computer Data Security	2	1,45	4,26%	3,85%	1,40
Computer Graphics	1	1,38	70,27%	0,00%	0,81
Computer Services	51	1,02	9,12%	9,74%	0,94
Computer Software	28	1,36	5,51%	11,85%	1,29
Computers	39	1,53	10,71%	17,55%	1,41
Computers-Integrated Sys	51	1,20	8,32%	14,64%	1,12
Computers-Memory Devices	15	1,51	59,40%	18,66%	1,02
Computers-Other	5	1,03	13,46%	10,27%	0,92
Computers-Peripher Equip	57	1,36	17,45%	12,39%	1,18
Consulting Services	12	1,28	10,05%	11,52%	1,17
Consumer Products-Misc	19	1,54	2,73%	13,67%	1,50
Containers-Metal/Glass	27	1,09	76,18%	23,20%	0,69
Containers-Paper/Plastic	44	1,05	11,07%	24,19%	0,96
Cooperative Banks	1	1,03	334,51%	12,51%	0,26

Industria	Numero de Compafias	Beta	Ratio Pasivo/Patrimonio	Tasa Impuesto	Beta Desapalancado
Cosmetics& Toiletries	36	1,00	2,02%	23,38%	0,98
Cruise Lines	4	0,67	16,67%	0,42%	0,58
Crystal&Giftware	2	0,53	12,80%	8,77%	0,47
Data Processing/Mgmt	7	1,27	8,41%	8,28%	1,18
Decision Support Softwar	5	0,90	1,03%	12,21%	0,90
Dental Supplies&Equip	3	0,41	8,39%	15,98%	0,38
Derivatives	1	NA	0,00%	0,00%	NA
Diagnostic Equipment	7	1,05	2,96%	37,08%	1,03
Diagnostic Kits	1	2,07	1,12%	0,00%	2,04
Diamonds/Precious Stones	8	1,21	76,00%	16,94%	0,74
Direct Marketing	2	NA	2,47%	2,60%	NA
Disposable Medical Prod	5	1,00	6,09%	9,71%	0,95
Distribution/Wholesale	107	1,26	12,04%	18,36%	1,14
Divers Oper/Commer Serv	12	1,44	18,61%	10,98%	1,23
Diversified Finan Serv	112	1,39	19,97%	16,55%	1,19
Diversified Manufact Op	41	1,48	21,20%	18,24%	1,26
Diversified Minerals	43	1,55	0,08%	24,97%	1,55
Diversified Operations	299	1,49	0,96%	17,36%	1,48
Drug Delivery Systems	3	0,77	6,44%	21,08%	0,73
E-Commerce/Products	5	1,30	8,67%	26,70%	1,22
E-Commerce/Services	9	1,18	3,25%	9,82%	1,14
E-Services/Consulting	16	1,36	44,64%	12,37%	0,98
Educational Software	9	1,21	5,99%	10,05%	1,14
Electric Products-Misc	49	1,15	82,23%	16,22%	0,68
Electric-Distribution	73	1,28	50,54%	33,52%	0,96
Electric-Generation	112	1,34	4,66%	19,90%	1,29
Electric-Integrated	231	1,17	0,00%	32,62%	1,17
Electric-Transmission	19	1,38	54,44%	26,94%	0,99

Industria	Numero de Compañías	Beta	Ratio Pasivo/Patrimonio	Tasa Impuesto	Beta Desapalancado
Electronic Compo-Misc	204	1,33	26,57%	15,60%	1,09
Electronic Compo-Semicon	58	1,55	20,09%	11,58%	1,32
Electronic Connectors	21	1,51	6,47%	17,49%	1,43
Electronic Design Automa	3	1,55	0,91%	14,80%	1,54
Electronic Measur Instr	16	1,19	5,82%	14,01%	1,13
Electronic Parts Distrib	42	1,47	26,89%	21,99%	1,22
Electronic Secur Devices	12	1,41	1,49%	13,01%	1,39
Electronics-Military	1	1,32	0,51%	19,45%	1,32
Energy-Alternate Sources	33	1,44	1,77%	23,71%	1,42
Engineering/R&D Services	80	1,64	3,18%	20,45%	1,60
Engines-Internal Combust	24	1,41	4,45%	22,31%	1,36
Enterprise Software/Serv	27	1,32	9,75%	9,90%	1,21
Entertainment Software	9	1,68	1,05%	8,94%	1,66
Environ Consulting&Eng	4	1,14	4,49%	9,26%	1,09
Explosives	11	1,37	7,32%	22,05%	1,29
Extended Serv Contracts	1	0,94	24,23%	0,00%	0,76
Feminine Health Care Prd	1	0,30	4,93%	19,77%	0,29
Filtration/Separat Prod	3	0,74	0,35%	28,31%	0,74
Finance-Auto Loans	7	0,91	203,13%	23,96%	0,36
Finance-Commercial	6	1,17	270,78%	22,11%	0,38
Finance-Consumer Loans	18	0,97	125,59%	20,62%	0,49
Finance-Credit Card	6	0,48	141,53%	29,79%	0,24
Finance-Invest Bnkr/Brkr	145	1,97	64,65%	14,86%	1,27
Finance-Investment Fund	4	0,48	2,38%	6,32%	0,47
Finance-Leasing Compan	27	1,24	91,26%	12,55%	0,69
Finance-Mtge Loan/Banker	22	1,18	83,99%	12,74%	0,68
Finance-Other Services	51	1,39	76,32%	15,70%	0,85
Firearms&Ammunition	2	2,11	16,99%	34,82%	1,90

Industria	Numero de Compañías	Beta	Ratio Pasivo/Patrimonio	Tasa Impuesto	Beta Desapalancado
Fisheries	27	1,29	7,29%	13,99%	1,21
Food-Baking	16	1,03	10,10%	7,63%	0,94
Food-Canned	16	0,94	72,90%	15,01%	0,58
Food-Catering	5	0,96	10,15%	17,04%	0,88
Food-Confectionery	22	1,12	11,61%	18,42%	1,02
Food-Dairy Products	40	1,02	0,13%	21,46%	1,02
Food-Flour&Grain	31	1,42	30,66%	20,25%	1,14
Food-Meat Products	31	1,15	0,01%	14,72%	1,15
Food-Misc/Diversified	124	1,21	0,76%	20,15%	1,20
Food-Retail	26	1,04	1,32%	22,10%	1,03
Food-Wholesale/Distrib	12	1,17	0,86%	18,42%	1,16
Footwear&Related Apparel	21	0,91	7,68%	18,51%	0,86
Forestry	14	1,39	14,31%	25,22%	1,25
Funeral Serv&Rel Items	2	1,13	16,19%	33,26%	1,02
Gambling (Non-Hotel)	3	1,75	0,65%	14,22%	1,74
Gas-Distribution	61	1,03	20,92%	21,96%	0,89
Gas-Transportation	1	NA	0,00%	0,00%	NA
Gold Mining	31	1,52	0,00%	19,94%	1,52
Golf	4	0,93	19,91%	9,74%	0,78
Hazardous Waste Disposal	3	1,51	12,71%	26,78%	1,38
Health Care Cost Contain	1	3,96	50,38%	27,84%	2,91
Healthcare Safety Device	1	1,10	45,63%	17,94%	0,80
Home Decoration Products	3	1,16	9,95%	14,58%	1,07
Home Furnishings	26	0,87	57,73%	18,91%	0,59
Hospital Beds/Equipment	1	0,72	0,08%	14,83%	0,72
Hotels&Motels	157	1,15	0,23%	15,98%	1,14
Housewares	12	0,84	29,18%	14,22%	0,67
Human Resources	7	1,53	0,02%	14,44%	1,53

Industria	Numero de Compañías	Beta	Ratio Pasivo/Patrimonio	Tasa Impuesto	Beta Desapalancado
Identification Sys/Dev	10	1,48	27,24%	14,75%	1,20
Import/Export	45	1,60	53,82%	19,56%	1,12
Inactive/Unknown	9	1,34	0,03%	0,89%	1,34
Independ Power Producer	6	1,18	5,51%	13,15%	1,12
Industr Audio&Video Prod	10	1,09	1,76%	11,46%	1,07
Industrial Automat/Robot	16	1,23	12,44%	16,68%	1,11
Industrial Gases	6	1,36	4,97%	19,93%	1,31
Instruments-Controls	6	1,28	1,59%	14,34%	1,26
Instruments-Scientific	3	1,39	6,77%	3,65%	1,31
Insurance Brokers	10	0,95	0,50%	8,02%	0,95
Interior Design/Architec	5	1,05	42,39%	19,50%	0,78
Internet Applic Sftwr	12	1,42	15,40%	12,13%	1,25
Internet Brokers	2	1,35	0,00%	9,98%	1,35
Internet Connectiv Svcs	3	1,09	34,29%	11,80%	0,84
Internet Content-Entmnt	11	1,67	1,20%	8,43%	1,65
Internet Content-Info/Ne	3	0,79	9,55%	13,13%	0,73
Internet Gambling	1	1,05	0,00%	0,00%	1,05
Internet Incubators	1	3,56	0,11%	30,30%	3,56
Internet Infrastr Equip	3	1,28	0,28%	4,89%	1,27
Internet Infrastr Sftwr	6	0,70	3,97%	4,10%	0,68
Internet Security	5	1,27	0,96%	8,44%	1,26
Internet Telephony	5	1,60	10,81%	1,01%	1,44
Intimate Apparel	7	0,87	20,19%	18,46%	0,75
Invest Comp - Resources	2	1,87	140,01%	8,89%	0,82
Invest Mgmt/Advis Serv	24	1,18	110,62%	19,77%	0,63
Investment Companies	168	1,41	0,00%	8,79%	1,41
Lasers-Syst/Components	4	1,52	8,01%	6,35%	1,41
Leisure&Rec Products	3	1,27	11,81%	10,85%	1,15

Industria	Numero de Compañías	Beta	Ratio Pasivo/Patrimonio	Tasa Impuesto	Beta Desapalancado
Leisure&Rec/Games	1	3,29	100,85%	0,00%	1,64
Life/Health Insurance	23	1,19	14,69%	19,95%	1,07
Lighting Products&Sys	16	1,69	42,24%	14,28%	1,24
Linen Supply&Rel Items	3	NA	30,55%	22,49%	NA
Lottery Services	6	1,67	21,16%	31,11%	1,46
Mach Tools&Rel Products	26	1,41	27,12%	19,28%	1,16
Machinery-Constr&Mining	41	1,36	10,58%	19,99%	1,25
Machinery-Electric Util	8	1,39	32,39%	32,24%	1,14
Machinery-Electrical	8	1,16	21,73%	23,98%	0,99
Machinery-Farm	13	1,61	1,16%	16,28%	1,59
Machinery-General Indust	106	1,37	29,94%	17,14%	1,10
Machinery-Material Handl	16	1,60	20,58%	26,23%	1,39
Machinery-Print Trade	5	1,42	12,24%	14,89%	1,28
Machinery-Pumps	8	1,13	1,49%	17,97%	1,12
Machinery-Therml Process	14	1,55	28,93%	27,39%	1,28
Marine Services	19	1,65	7,98%	13,98%	1,55
Medical Imaging Systems	1	1,31	0,00%	0,00%	1,31
Medical Information Sys	1	1,00	1,26%	0,00%	0,99
Medical Instruments	7	1,59	23,18%	9,50%	1,31
Medical Labs&Testing Srv	4	1,04	8,42%	22,39%	0,98
Medical Laser Systems	1	NA	5,23%	8,24%	NA
Medical Products	15	1,41	0,38%	14,52%	1,41
Medical Steriliz Product	1	1,32	11,49%	16,98%	1,21
Medical-Biomedical/Gene	27	1,10	6,27%	6,55%	1,04
Medical-Drugs	250	1,13	6,45%	19,35%	1,08
Medical-Generic Drugs	15	1,11	0,06%	28,02%	1,11
Medical-HMO	3	NA	5361,33%	41,10%	NA
Medical-Hospitals	29	0,87	15,66%	18,32%	0,77

Industria	Numero de Compañías	Beta	Ratio Pasivo/Patrimonio	Tasa Impuesto	Beta Desapalancado
Medical-Output/Home Med	1	0,93	0,00%	16,80%	0,93
Medical-Whsle Drug Dist	13	1,18	2,26%	24,01%	1,16
Metal Processors&Fabrica	106	1,53	18,37%	18,29%	1,33
Metal Products-Distrib	9	1,50	82,22%	21,86%	0,91
Metal Products-Fasteners	15	1,07	26,53%	16,11%	0,88
Metal-Aluminum	40	1,50	16,81%	22,01%	1,32
Metal-Copper	20	1,18	6,42%	14,53%	1,12
Metal-Diversified	47	1,53	3,49%	25,61%	1,49
Metal-Iron	31	1,25	4,06%	23,21%	1,21
Mining Services	9	1,21	0,27%	24,33%	1,20
Miscellaneous Manufactur	70	1,21	14,01%	16,75%	1,09
Money Center Banks	4	0,72	10,66%	14,43%	0,66
Mortgage Banks	3	1,57	622,96%	15,58%	0,25
Motion Pictures&Services	30	1,27	16,66%	9,74%	1,11
Motorcycle/Motor Scooter	19	1,23	9,05%	15,38%	1,14
Multi-line Insurance	96	1,17	1,37%	10,00%	1,16
Multilevel Dir Selling	4	0,68	0,17%	18,68%	0,68
Multimedia	24	1,16	31,86%	26,08%	0,94
Music	7	1,04	24,06%	21,71%	0,87
Networking Products	37	1,60	10,51%	16,04%	1,47
Non-Ferrous Metals	29	1,90	12,87%	20,03%	1,72
Non-hazardous Waste Disp	8	1,39	8,65%	20,13%	1,30
Not classified	156	0,91	0,01%	9,47%	0,91
Office Automation&Equip	6	1,56	8,64%	12,78%	1,45
Office Furnishings-Orig	4	0,92	0,17%	21,24%	0,92
Office Supplies&Forms	3	1,73	39,15%	11,19%	1,28
Oil Comp-Explor&Prodtn	58	1,59	12,27%	21,43%	1,45
Oil Comp-Integrated	53	1,46	1,40%	21,21%	1,44

Industria	Numero de Compañías	Beta	Ratio Pasivo/Patrimonio	Tasa Impuesto	Beta Desapalancado
Oil Field Mach&Equip	12	2,18	0,18%	17,77%	2,18
Oil Refining&Marketing	91	1,31	40,58%	18,73%	0,98
Oil-Field Services	38	1,71	10,42%	13,06%	1,57
Oil&Gas Drilling	7	1,68	0,07%	22,76%	1,68
Optical Supplies	8	0,73	2,74%	13,85%	0,72
Paper&Related Products	113	1,16	38,60%	18,46%	0,88
Pastoral&Agricultural	29	1,20	46,09%	16,61%	0,87
Patient Monitoring Equip	3	1,39	0,25%	1,41%	1,39
Petrochemicals	74	1,33	24,22%	19,06%	1,12
Pharmacy Services	4	NA	3,05%	14,24%	NA
Photo Equipment&Supplies	14	1,56	29,65%	11,31%	1,24
Phys Practice Mgmt	1	1,30	2,71%	6,63%	1,27
Pipelines	16	1,42	7,83%	24,15%	1,34
Platinum	5	1,75	0,33%	22,49%	1,74
Pollution Control	6	1,18	5,77%	22,18%	1,13
Poultry	17	1,06	18,31%	15,13%	0,92
Power Conv/Supply Equip	84	1,47	5,65%	17,23%	1,40
Precious Metals	3	1,52	29,07%	5,34%	1,19
Printing-Commercial	21	1,16	0,01%	21,84%	1,16
Professional Sports	4	0,46	5,30%	0,35%	0,44
Property Trust	3	0,45	9,89%	1,75%	0,41
Property/Casualty Ins	53	1,29	0,70%	18,83%	1,28
Protection-Safety	3	0,78	3,93%	7,90%	0,75
Public Thoroughfares	45	1,28	17,09%	22,07%	1,13
Publishing-Books	13	0,76	0,56%	15,59%	0,75
Publishing-Newspapers	36	1,05	0,12%	25,20%	1,05
Publishing-Periodicals	10	0,91	8,00%	16,19%	0,85
Quarrying	4	1,02	2,08%	7,66%	1,00

Industria	Numero de Compañías	Beta	Ratio Pasivo/Patrimonio	Tasa Impuesto	Beta Desapalancado
Racetracks	1	0,38	0,00%	26,58%	0,38
Radio	3	0,76	3,64%	6,81%	0,73
Real Estate Mgmt/Servic	64	1,30	64,89%	17,69%	0,85
Real Estate Oper/Develop	556	1,56	11,91%	19,02%	1,43
Recreational Centers	10	1,00	8,13%	9,83%	0,93
Recycling	6	1,32	7,87%	12,76%	1,24
Regional Banks-Non US	15	1,15	13,88%	17,52%	1,03
Reinsurance	8	0,96	0,00%	13,63%	0,96
Remediation Services	2	0,78	94,71%	36,91%	0,49
Rental Auto/Equipment	6	1,29	42,80%	19,97%	0,96
Research&Development	1	2,55	0,02%	0,00%	2,55
Resorts/Theme Parks	9	1,09	8,25%	5,12%	1,01
Respiratory Products	1	0,63	0,00%	10,67%	0,63
Retail-Apparel/Shoe	32	1,20	0,02%	21,00%	1,20
Retail-Appliances	4	1,15	4,21%	28,17%	1,12
Retail-Auto Parts	3	0,36	14,09%	21,19%	0,33
Retail-Automobile	18	1,17	23,05%	27,03%	1,00
Retail-Bookstore	1	NA	0,27%	1,12%	NA
Retail-Building Products	5	1,09	31,12%	22,95%	0,88
Retail-Catalog Shopping	1	2,28	83,49%	0,00%	1,24
Retail-Computer Equip	6	1,26	440,77%	23,76%	0,29
Retail-Consumer Electron	8	1,06	0,18%	24,91%	1,06
Retail-Convenience Store	7	0,93	1391833,38%	14,73%	0,00
Retail-Discount	13	0,81	190,71%	22,28%	0,33
Retail-Drug Store	11	1,28	23,45%	15,48%	1,07
Retail-Hair Salons	1	0,87	0,00%	15,70%	0,87
Retail-Home Furnishings	12	1,16	0,06%	17,61%	1,16
Retail-Hypermarkets	27	0,81	10,94%	24,15%	0,75

Industria	Numero de Compafias	Beta	Ratio Pasivo/Patrimonio	Tasa Impuesto	Beta Desapalancado
Retail-Jewelry	41	1,17	32,80%	17,85%	0,92
Retail-Major Dept Store	33	1,43	25,95%	19,02%	1,18
Retail-Misc/Diversified	37	1,29	0,03%	27,78%	1,29
Retail-Office Supplies	1	1,04	0,01%	0,00%	1,04
Retail-Perfume&Cosmetics	2	1,03	0,74%	10,71%	1,02
Retail-Petroleum Prod	15	1,15	44,60%	19,33%	0,84
Retail-Regni Dept Store	65	1,21	31,39%	28,59%	0,99
Retail-Restaurants	26	1,00	7,12%	16,12%	0,94
Retail-Sporting Goods	4	NA	12,15%	20,13%	NA
Retail-Toy Store	1	1,59	13,43%	0,00%	1,40
Rubber-Tires	50	1,30	29,10%	26,52%	1,07
Rubber/Plastic Products	44	1,21	266,44%	18,51%	0,38
Rubber&Vinyl	15	1,29	0,32%	19,20%	1,28
Satellite Telecom	10	1,07	76,60%	18,71%	0,66
Schools	27	1,13	0,14%	15,09%	1,13
Security Services	4	1,63	0,09%	19,20%	1,63
Seismic Data Collection	5	1,05	13,27%	22,13%	0,95
Semicon Compo-Intg Circu	83	1,71	14,11%	9,98%	1,52
Semiconductor Equipment	33	1,33	16,16%	15,35%	1,17
Shipbuilding	31	1,82	3,84%	20,32%	1,76
Silver Mining	4	1,05	1,82%	21,43%	1,03
Soap&Cleaning Prepar	14	1,07	0,05%	16,22%	1,07
Special Purpose Banks	4	0,78	30,95%	13,33%	0,61
Special Purpose Entity	2	0,68	0,00%	16,45%	0,68
Specified Purpose Acquis	2	0,34	1156,86%	0,00%	0,03
Steel Pipe&Tube	70	1,39	71,02%	23,43%	0,90
Steel-Producers	205	1,53	6,98%	20,42%	1,45
Steel-Specialty	51	1,48	56,31%	20,90%	1,03

Industria	Numero de Compañías	Beta	Ratio Pasivo/Patrimonio	Tasa Impuesto	Beta Desapalancado
Stevedoring	5	1,13	140,51%	23,38%	0,54
Storage/Warehousing	14	1,29	18,47%	10,10%	1,11
Sugar	43	1,25	12,61%	22,84%	1,13
Superconductor Prod&Sys	3	1,54	102,39%	21,91%	0,86
Tannery	10	0,91	19,24%	23,86%	0,79
Tea	12	1,29	0,01%	6,95%	1,29
Telecom Eq Fiber Optics	12	1,29	23,44%	17,93%	1,08
Telecom Services	113	1,26	19189,24%	22,87%	0,01
Telecommunication Equip	98	1,38	3,26%	13,32%	1,35
Telephone-Integrated	53	1,03	42,32%	23,47%	0,78
Television	30	1,24	14,41%	21,75%	1,12
Textile-Apparel	62	1,19	19,90%	17,64%	1,02
Textile-Home Furnishings	8	0,67	1,57%	6,37%	0,66
Textile-Products	172	1,24	44,69%	18,14%	0,91
Theaters	14	1,32	32,28%	17,37%	1,04
Therapeutics	47	1,17	7,20%	19,52%	1,10
Tobacco	38	0,86	1,03%	26,66%	0,85
Tools-Hand Held	7	1,36	10,20%	15,35%	1,25
Toys	11	1,10	26,54%	20,90%	0,91
Transactional Software	2	1,37	2,94%	17,91%	1,34
Transport-Air Freight	4	0,95	11,20%	15,55%	0,87
Transport-Equip&Leasng	3	0,79	1,15%	16,89%	0,78
Transport-Marine	121	1,54	44,65%	10,97%	1,10
Transport-Rail	10	0,97	4,75%	22,11%	0,93
Transport-Services	73	1,24	4,83%	16,13%	1,20
Transport-Truck	16	1,41	3,28%	22,13%	1,38
Travel Services	34	1,09	6,06%	20,19%	1,04
Venture Capital	13	1,36	22,58%	13,75%	1,14

Industria	Numero de Compañías	Beta	Ratio Pasivo/Patrimonio	Tasa Impuesto	Beta Desapalancado
Veterinary Diagnostics	1	1,39	3,28%	34,70%	1,36
Veterinary Products	3	1,42	5,85%	11,70%	1,35
Vitamins&Nutrition Prod	8	1,59	4,83%	18,99%	1,53
Water	23	1,11	36,44%	27,98%	0,88
Water Treatment Systems	17	1,41	6,27%	11,44%	1,34
Web Hosting/Design	1	1,46	4,41%	0,00%	1,40
Web Portals/ISP	11	1,52	6,89%	11,91%	1,43
Whsing&Harbor Trans Serv	33	0,95	6,56%	16,39%	0,90
Wire&Cable Products	68	1,44	9,72%	16,84%	1,33
Wireless Equipment	39	1,54	7,04%	12,24%	1,45
Wool	1	NA	24,12%	0,00%	NA
Wound,Burn&Skin Care	3	1,64	1,29%	8,23%	1,62
X-Ray Equipment	1	1,49	8,17%	8,07%	1,39
Market	11985	1,32	0,04%	18,28%	1,32

Fuente: Base de datos, Damodarán.

Para apalancar el beta con el riesgo operativo y financiero de la Compañía, se debe proceder mediante la siguiente fórmula:

$$\beta A = \beta D (1 + (1-t)D/E), \text{ donde;}$$

- βA = Beta Apalancado
- βD = Beta Desapalancado
- t = Tasa de Impuesto
- D/E = Ratio Pasivos / Patrimonio

En el siguiente cuadro se detalla el cálculo del Beta Apalancado:

Tabla N° 4.6.

Cálculo de beta Apalancado

Al cierre del ejercicio 2006

Componente	Valor
Beta Desapalancado	0,84
Total Pasivos 2006	119,466.253
Total Patrimonio 2006	79,334.727
Ratio Pasivos/Patrimonio	1.51%
Tasa de impuesto	25%
Beta Apalancado	0.85

Como podemos apreciar en el cuadro expuesto, el beta apalancado para la Compañía es de 0.85.

4.2.1.6. Cálculo de la tasa de descuento

A lo largo de toda la sección, se ha ido calculando uno a uno los componentes del modelo CAPM. De tal forma que se obtiene lo siguiente:

- Tasa libre de riesgo = 10.55%
- Prima de mercado de Capital = 5.26%
- Beta = 0.85

$$\text{CAPM} = 10.55\% + 0.85 (5.26\%)$$

$$\text{CAPM} = 15\%$$

Se concluyó con el cálculo de la tasa de descuento que refleja de mejor manera la percepción que tengan los inversionistas acerca de los factores que inciden en el entorno del negocio de la Compañía.

En la siguiente sección, se expondrá todo el análisis que implica la proyección de los estados financieros de la Compañía.

4.2.1.7. Valor Presente Neto de la Compañía.

En esta sección se presentan todas las condiciones necesarias para realizar la proyección de los estados financieros de la Compañía. Una vez obtenida una proyección confiable, se procederá a descontar los flujos, utilizando para ello la tasa de descuento calculada a través del modelo CAPM. Finalmente, con la información

del Valor Presente de la Compañía, se podrá conocer el valor de mercado de sus acciones.

4.2.1.8. Proyección de Estados Financieros

Partiendo de la información financiera del año 2002 hasta el año 2006, y tomando como referencia las directrices y definiciones proporcionadas por la Compañía, se estableció el modelo de proyección y se proyectaron los estados financieros hasta el año 2016.

Tomando como base los supuestos y la información financiera proporcionada por la Compañía se logró conocer a detalle la evolución histórica del comportamiento de las Cuentas Clave de la Compañía, y del mercado.

Para este fin se revisó en conjunto con la administración de la Compañía la composición de los principales ingresos, la estructura de costos, los egresos operativos, la composición de las fuentes de financiamiento, el comportamiento del capital de trabajo, la evolución de las cuentas deudoras y acreedoras, la evolución de los gastos administrativos y otros ingresos no operativos, entre otros. Con estos componentes se contrastaron las tendencias históricas.

A continuación se presenta un mayor detalle de los pasos seguidos para la elaboración de las proyecciones de las cuentas de los estados financieros de la Compañía:

De acuerdo a la información proporcionada por la Compañía, se tiene una perspectiva de crecimiento positiva, lo que explicaría el aumento en el CAPEX (Capital Expenditure). La Compañía estima una reinversión anual en activos fijos por un monto de USD149,445.

Las proyecciones de las obligaciones bancarias y financieras se basan en una tabla proporcionada por la Compañía. La tabla proporcionada incluye datos actuales de la deuda, mas no un cronograma de deuda, es por eso que se toma como supuesto que la deuda se mantiene en el mismo nivel dentro de las proyecciones. A continuación se presenta la tabla que refleja la deuda financiera.

Tabla N° 4.7.

Obligaciones bancarias

Al cierre del ejercicio 2005

Banco	Según Libros	Tasa (%)	Plazo Días
Pacífico	234.401,4	5.5 - 6.5	30 - 120
Bolivariano	608.224,2	6.00 - 7.00	30 - 120
Guayaquil	219.531,4	6,5	90 - 120
Internacional	17.611,9	7,5	90 - 120
Citibank	366.377,0	6-5 - 7.2	60 - 120
Lloyds Bank	251.206,9	6.4 - 6.85	30 - 120
Produbanco	212.934,7	7.4 - 7.95	30 - 120
Total	1.910.287,4		

Fuente: Tabla proporcionada por la Compañía.

En cuanto a la cuenta activo fijo, ésta se encuentra parcialmente depreciada. Para poder proyectar la depreciación, se calculó una tasa ponderada por el peso de los activos vigentes y ésta se utilizó como mejor estimado de la depreciación total de los

activos vigentes. Luego se procedió a proyectar esta depreciación hasta que los activos se encuentren completamente depreciados.

Asimismo, las adquisiciones se deprecian a partir del año en que se adquirieron. La tasa de depreciación utilizada para las nuevas adquisiciones es la misma que la tasa utilizada para los activos fijos vigentes.

A continuación se detalla todo el proceso para la proyección de la depreciación, iniciando por el cálculo de la tasa de depreciación ponderada:

Tabla N° 4.8.

Detalle de activos fijos

Al cierre del ejercicio 2005

Activo Fijo	Monto	Ponderación activos	% de depreciación	Ajuste tasa de depreciación ponderada
Instalaciones	3.534.026,10	74%	10%	7,44%
Maquinaria y equipo	537.591,30	11%	10%	1,13%
Muebles y enseres	152.347,50	3%	10%	0,32%
Vehículo	145.647,90	3%	20%	0,61%
Equipo de transporte	95.217,40	2%	20%	0,40%
Equipo de cómputo	280.733,80	6%	33,33%	1,97%
Repuestos	5.102,60	0%	15%	0,02%
Total	4.750.666,60	100%	-	11,89%

Fuente: Datos proporcionados por la Compañía. Cálculos realizados por los autores.

Como se aprecia en el cuadro en precedente, se ha calculado la tasa de depreciación promedio ponderada, considerando para el cálculo, el peso de los activos fijos y su tasa de depreciación anual, obteniendo el resultado de 11.89% o lo que es igual a 9 años (Depreciación en línea recta). Mediante la utilización de esta

tasa podemos proyectar la depreciación de los activos vigentes, así como la depreciación de la reinversión a partir del 2007 en activos fijos por un monto anual de USD 149,445.

Una vez obtenida la tasa de depreciación promedio ponderada, procedemos a la proyección de la depreciación de los activos fijos vigentes. En el siguiente cuadro se muestra el detalle:

Tabla N° 4.9.

Proyección de la Depreciación de los Activos Fijos Vigentes

Al cierre del ejercicio 2005

Rubro	Valor
Activo Fijo Neto	2.017.272,3
Tasa depreciación prom.	12%
Años depreciación prom.	9
Año	Monto
2007	224.141,37
2008	224.141,37
2009	224.141,37
2010	224.141,37
2011	224.141,37
2012	224.141,37
2013	224.141,37
2014	224.141,37
2015	224.141,37

Fuente: Datos proporcionados por la Compañía.

Elaborado por: autores

Como siguiente paso, debemos proyectar la depreciación del CAPEX. Para cumplir nuestro objetivo hemos desarrollado el modelo de proyección mediante la depreciación en línea recta de los activos, considerando para ello la tasa calculada de 11.89% (equivalente a 9 años).

Sin embargo, considerando que al depreciar el CAPEX a 9 años mediante el método de línea recta, el activo quedaría sobre-depreciado, acarreado problemas fiscales, la Compañía ha decidido depreciar el primer y el noveno año de adquisición del activo, a una tasa del 6%.

En el siguiente cuadro, se ilustra el detalle de la depreciación del CAPEX:

Tabla N° 4.10.

Proyección de la Depreciación del CAPEX

Año	Depreciación CAPEX									
2007	8.885,31	17.770,62	17.770,62	17.770,62	17.770,62	17.770,62	17.770,62	17.770,62	8.885,31	-
2008		8.885,31	17.770,62	17.770,62	17.770,2	17.770,62	17.770,62	17.770,62	17.770,62	8.885,31
2009			8.885,31	17.770,62	17.770,62	17.770,62	17.770,62	17.770,62	17.770,62	17.770,62
2010				8.885,31	17.770,62	17.770,62	17.770,62	17.770,62	17.770,62	17.770,62
2011					8.885,31	17.770,62	17.770,62	17.770,62	17.770,62	17.770,62
2012						8.885,31	17.770,62	17.770,62	17.770,62	17.770,62
2013							8.885,31	17.770,62	17.770,62	17.770,62
2014								8.885,31	17.770,62	17.770,62
2015									8.885,31	17.770,62
2016										8.885,31
Total	8.885,31	26.655,93	44.426,55	62.197,17	79.967,79	97.738,41	115.509,02	133.279,64	142.164,95	142.164,95

Fuente: Cálculos realizados por los autores.

Para las demás proyecciones se utilizaron los supuestos de estimaciones proporcionadas por la Compañía así como las proyecciones históricas para estimar un comportamiento futuro razonable.

A continuación, se detalla la tabla master, en la cual se resumen todos los porcentajes de crecimiento de las cuentas de los estados financieros de la Compañía, hasta el año 2016. La tabla incluye la evolución histórica porcentual de las cuentas clave desde el año 2003.

Tabla N° 4.11.

Master-Escenarios de proyección

Escenarios	Histórico		2007-2010			2011-2016
	Promedio 2003-2005	2005	Conservador	Base	Optimista	crecimiento anual
			1	2	3	
Estado de Resultados						
Crecimiento de Ventas	14%	17%	5%	7%	9%	5%
Crecimiento del Costo de Ventas	14%	16%	5%	7%	9%	5%
Crecimiento del gastos administrativo y de ventas	14%	16%	6%	8%	10%	5%
Crecimiento de Otros	16%	9%	-2%	0%	2%	5%
Crecimiento de los Gastos Financieros	57%	68%	2%	2%	2%	5%
Crecimiento Otros	60%	-11%	-2%	0%	2%	5%
Balance General						
ACTIVOS						
Rotación de CxC comerciales	7	7	7	7	7	7
Crecimiento de las CxC compañías relacionadas	46%	48%	5%			
Crecimiento de las CxC Otras	14%	-39%	5%			
Provisión para cuentas de cobranza dudosa (% de clientes)	4%	5%	4%			
Rotación de Inventarios	67	62	67	67	67	67
Crecimiento del los gastos pagados por anticipado (cargas diferidas)	4%	18%	4%			
Crecimiento de las CxC largo plazo compañías relacionadas	35%	-4%	5%			
Crecimiento de los gastos pagados por anticipado (cargas diferidas) + Otros	78%	68%	5%			
PASIVOS						
Rotación de CxP comerciales	66	63	66	66	66	66
Crecimiento de las CxP compañías relacionadas	61%	-36%	5%			
Crecimiento de las CxP Otras	-2%	-12%	-2%			
IR por pagar	35%	27%	5%			
Beneficios Sociales	18%	11%	5%			
Intereses por pagar	-8%	37%	5%			
Parte corriente de la deuda a largo plazo	16%	-11%	2%			
Deuda a largo plazo	63%	-33%	2%			
Jubilación patronal (Beneficios sociales de los trabajadores)	54%	14%	5%			
Otros (Cuentas por pagar diversas)	1287%	-48%	0%			
Otros						
Participación de los trabajadores	-15%	-15%	-15%			
Impuesto a la renta	-17%	-18%	-17%			
CAPEX			1,494,455			

Fuente: Información proporcionada por la Compañía

Considerando el crecimiento porcentual propuesto por la Compañía en la tabla master, se optó por realizar una proyección basándose en el escenario base para la proyección de los estados financieros. En los siguientes cuadros se presenta la proyección de balance general, estado de ganancias y pérdidas y estado de flujo de efectivo:

Tabla N° 4.12.

Proyección de Balance General

BALANCE GENERAL						
ACTIVO	2006	2007*	2008*	2009*	2010*	2011*
Caja y bancos	1.518.763,20	30.687,34	150.245,34	179.320,17	103.666,27	88.092,18
Inversiones Temporales	500.000,00	-	-	-	-	-
CxC	-	-	-	-	-	-
CxC comerciales	837.216,00	1.056.906,13	1.130.889,56	1.210.051,82	1.294.755,45	1.359.493,22
CxC compañías relacionadas	2.019.513,20	2.120.488,86	2.226.513,30	2.337.838,97	2.454.730,92	2.577.467,46
CxC Otras	223.737,50	234.924,38	246.670,59	259.004,12	271.954,33	285.552,05
Tot.	3.080.466,70	3.412.319,36	3.604.073,45	3.806.894,92	4.021.440,70	4.222.512,73
Provisión para cuentas de cobranza dudosa	- 47.542,20	- 57.494,35	- 61.309,84	- 65.381,96	- 69.728,16	- 73.214,56
Inventarios (Existencias)	6.362.982,50	7.714.793,67	8.254.829,23	8.832.667,27	9.450.953,98	9.923.501,68
Gastos pagados por anticipado (cargas diferidas)	38.157,20	39.801,57	41.516,80	43.305,95	45.172,21	47.118,89
Total activo corriente	11.452.827,40	11.140.107,59	11.989.354,98	12.796.806,35	13.551.505,00	14.208.010,92
Activo Fijo (Inmueble, maquinarias y equipo)	2.390.273,10	2.306.691,92	2.205.340,13	2.086.217,71	1.949.324,68	1.794.661,02
CxC largo plazo compañías relacionadas	5.279.064,60	5.543.017,83	5.820.168,72	6.111.177,16	6.416.736,02	6.737.572,82
Gastos pagados por anticipado (cargas diferidas) + Otros	757.932,90	795.829,55	835.621,02	877.402,07	921.272,18	967.335,79
Total activo no corriente	8.427.270,60	8.645.539,30	8.861.129,87	9.074.796,94	9.287.332,87	9.499.569,63
Total activo	19.880.098,00	19.785.646,89	20.850.484,85	21.871.603,29	22.838.837,87	23.707.580,54
PASIVO						
Sobregiros bancarios	2.490.287,40	-	-	-	-	-
CxP	-	-	-	-	-	-
CxP comerciales (Proveedores)	5.896.651,80	7.550.964,23	8.079.531,72	8.645.098,94	9.250.255,87	9.712.768,66
CxP comerciales (Proveedores exterior)	774.321,80	-	-	-	-	-
CxP compañías relacionadas	559.651,10	587.633,66	617.015,34	647.866,10	680.259,41	714.272,38
CxP Otras	836.783,90	815.994,99	795.722,56	775.953,78	756.676,12	737.877,40
IR por pagar	45.984,20	48.283,41	50.697,58	53.232,46	55.894,08	58.688,79
Beneficios Sociales	496.915,70	521.761,49	547.849,56	575.242,04	604.004,14	634.204,35
Intereses por pagar	11.401,30	11.971,37	12.569,93	13.198,43	13.858,35	14.551,27
Deuda bancaria	-	1.910.287,36	1.910.287,36	1.910.287,36	1.910.287,36	1.910.287,36
Parte corriente de la deuda a largo plazo	353.126,00	360.188,52	367.392,29	374.740,14	382.234,94	389.879,64
Total pasivo corriente	11.465.123,20	11.807.085,01	12.381.066,34	12.995.619,24	13.653.470,27	14.172.529,84
Deuda a largo plazo	266.421,70	271.750,13	277.185,14	282.728,84	288.383,42	294.151,08
Jubilación patronal (Beneficios sociales de los trabajadores)	119.934,30	125.931,02	132.227,57	138.838,94	145.780,89	153.069,94
Otros (Cuentas por pagar diversas)	95.146,10	95.146,10	95.146,10	95.146,10	95.146,10	95.146,10
Total pasivo no corriente	481.502,10	492.827,25	504.558,80	516.713,88	529.310,41	542.367,12
Total pasivo	11.946.625,30	12.299.912,26	12.885.625,15	13.512.333,13	14.182.780,68	14.714.896,96
PATRIMONIO NETO						
Capital social	4.206.119,00	4.206.119,00	4.206.119,00	4.206.119,00	4.206.119,00	4.206.119,00
Reservas	2.573.898,70	2.573.898,70	2.573.898,70	2.573.898,70	2.573.898,70	2.573.898,70
Resultados acumulados	1.153.455,00	2.205.716,95	3.184.842,03	4.079.252,49	4.876.039,52	5.712.665,91
Total patrimonio neto	7.933.472,70	8.985.734,65	9.964.859,73	10.859.270,19	11.656.057,22	12.492.683,61

BALANCE GENERAL						
ACTIVO	2006	2007*	2008*	2009*	2010*	2011*
Total pasivo y patrimonio neto	19.880.098,00	21.285.646,92	22.850.484,87	24.371.603,31	25.838.837,90	27.207.580,56

Fuente: Información proporcionada por la Compañía. Proyección realizada por los autores.

Tabla N° 4.13.

Continuación de Proyección de Balance General

BALANCE GENERAL					
ACTIVO	2012*	2013*	2014*	2015*	2016*
Caja y bancos	107.794,86	163.607,19	256.404,45	378.221,04	296.996,71
CxC comerciales	1.427.467,89	1.498.841,28	1.573.783,34	1.652.472,51	1.735.096,14
CxC compañías relacionadas	2.706.340,84	2.841.657,88	2.983.740,77	3.132.927,81	3.289.574,20
CxC Otras	299.829,65	314.821,13	330.562,19	347.090,30	364.444,81
Tot.	4.433.638,37	4.655.320,29	4.888.086,30	5.132.490,62	5.389.115,15
Provisión para cuentas de cobranza dudosa	- 76.875,29	- 80.719,06	- 84.755,01	- 88.992,76	- 93.442,40
Inventarios (Existencias)	10.419.676,77	10.940.660,60	11.487.693,63	12.062.078,32	12.665.182,23
Gastos pagados por anticipado (cargas diferidas)	49.149,46	51.267,53	53.476,89	55.781,45	58.185,33
Total activo corriente	14.933.384,16	15.730.136,56	16.600.906,26	17.539.578,67	18.316.037,02
Activo Fijo (Inmueble, maquinarias y equipo)	1.622.226,75	1.432.021,86	1.224.046,34	1.007.185,52	1.014.466,07
CxC largo plazo compañías relacionadas	7.074.451,46	7.428.174,03	7.799.582,73	8.189.561,87	8.599.039,96
Gastos pagados por anticipado (cargas diferidas) + Otros	1.015.702,58	1.066.487,70	1.119.812,09	1.175.802,69	1.234.592,83
Total activo no corriente	9.712.380,78	9.926.683,59	10.143.441,16	10.372.550,08	10.848.098,86
Total activo	24.645.764,94	25.656.820,15	26.744.347,42	27.912.128,75	29.164.135,88
PASIVO					
CxP comerciales (Proveedores)	10.198.407,10	10.708.327,45	11.243.743,83	11.805.931,02	12.396.227,57
CxP comerciales (Proveedores exterior)	-	-	-	-	-
CxP compañías relacionadas	749.986,00	787.485,30	826.859,56	868.202,54	911.612,67
CxP Otras	719.545,71	701.669,45	684.237,30	667.238,23	650.661,49
IR por pagar	61.623,23	64.704,39	67.939,61	71.336,59	74.903,42
Beneficios Sociales	665.914,56	699.210,29	734.170,81	770.879,35	809.423,31
Intereses por pagar	15.278,83	16.042,77	16.844,91	17.687,16	18.571,52
Deuda bancaria	1.910.287,36	1.910.287,36	1.910.287,36	1.910.287,36	1.910.287,36
Parte corriente de la deuda a largo plazo	397.677,23	405.630,78	413.743,39	422.018,26	430.458,62
Total pasivo corriente	14.718.720,01	15.293.357,78	15.897.826,76	16.533.580,50	17.202.145,95
Deuda a largo plazo	300.034,11	306.034,79	312.155,48	318.398,59	324.766,57
Jubilación patronal (Beneficios sociales de los trabajadores)	160.723,43	168.759,60	177.197,58	186.057,46	195.360,34
Otros (Cuentas por pagar diversas)	95.146,10	95.146,10	95.146,10	95.146,10	95.146,10

BALANCE GENERAL					
ACTIVO	2012*	2013*	2014*	2015*	2016*
Total pasivo no corriente	555.903,64	569.940,49	584.499,17	599.602,16	615.273,00
Total pasivo	15.274.623,65	15.863.298,27	16.482.325,93	17.133.182,65	17.817.418,95
PATRIMONIO NETO					
Capital social	4.206.119,00	4.206.119,00	4.206.119,00	4.206.119,00	4.206.119,00
Reservas	2.573.898,70	2.573.898,70	2.573.898,70	2.573.898,70	2.573.898,70
Resultados acumulados	6.591.123,61	7.513.504,20	8.482.003,82	9.498.928,42	10.566.699,25
Total patrimonio neto	13.371.141,31	14.293.521,90	15.262.021,52	16.278.946,12	17.346.716,95
Total pasivo y patrimonio neto	28.645.764,96	30.156.820,17	31.744.347,45	33.412.128,78	35.164.135,90

Tabla N° 4.14.

Proyección de Estado de Resultados

ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS						
	2006	2007*	2008*	2009*	2010*	2011*
Ventas netas	50.653.736,60	54.199.498,16	57.993.463,03	62.053.005,45	66.396.715,83	69.716.551,62
Costo de ventas	- 39.206.404,70	- 41.950.853,03	- 44.887.412,74	- 48.029.531,63	- 51.391.598,85	- 53.961.178,79
Margen bruto	11.447.331,90	12.248.645,13	13.106.050,29	14.023.473,81	15.005.116,98	15.755.372,83
Gastos de administración y ventas	- 11.150.945,40	- 12.043.021,03	- 13.006.462,71	- 14.046.979,73	- 15.170.738,11	- 15.929.275,02
Otros	1.132.957,30	1.132.957,30	1.132.957,30	1.132.957,30	1.132.957,30	1.189.605,17
Utilidad operativa	1.429.343,80	1.338.581,40	1.232.544,88	1.109.451,38	967.336,17	1.015.702,98
Gastos financieros, neto	- 96.107,40	- 98.029,55	- 99.990,14	- 101.989,94	- 104.029,74	- 109.231,23
Otros	313.264,10	313.264,10	313.264,10	313.264,10	313.264,10	328.927,31
EBT	1.646.500,50	1.553.815,95	1.445.818,84	1.320.725,54	1.176.570,53	1.235.399,06
Participación de los trabajadores	- 246.975,07	- 233.072,39	- 216.872,82	- 198.108,83	- 176.485,58	- 185.309,85
Impuesto a la renta	- 246.070,40	- 268.481,61	- 249.820,95	- 228.206,26	- 203.297,92	- 213.462,82
Utilidad neta	1.153.455,03	1.052.261,95	979.125,07	894.410,46	796.787,03	836.626,39
Pago de dividendos	-	- 1.500.000,00	- 500.000,00	- 500.000,00	- 500.000,00	- 500.000,00
Utilidad neta después de dividendos	907.384,63	- 447.738,05	479.125,07	394.410,46	296.787,03	336.626,39

Fuente: Información proporcionada por la Compañía. Proyección realizada por los autores.

Tabla N° 4.15.

Continuación de Proyección de Estado de Resultados

ESTADO DE GANANCIAS Y PERDIDAS					
	2012*	2013*	2014*	2015*	2016*
Ventas netas	73.202.379,20	76.862.498,16	80.705.623,07	84.740.904,22	88.977.949,43
Costo de ventas	- 56.659.237,73	- 59.492.199,62	- 62.466.809,60	- 65.590.150,08	- 68.869.657,58
Margen bruto	16.543.141,47	17.370.298,54	18.238.813,47	19.150.754,14	20.108.291,85
Gastos de administración y ventas	- 16.725.738,77	- 17.562.025,70	- 18.440.126,99	- 19.362.133,34	- 20.330.240,01
Otros	1.249.085,42	1.311.539,69	1.377.116,68	1.445.972,51	1.518.271,14
Utilidad operativa	1.066.488,13	1.119.812,53	1.175.803,16	1.234.593,32	1.296.322,98
Gastos financieros, neto	- 114.692,79	- 120.427,43	- 126.448,80	- 132.771,24	- 139.409,80
Otros	345.373,67	362.642,35	380.774,47	399.813,20	419.803,85
EBT	1.297.169,01	1.362.027,46	1.430.128,83	1.501.635,27	1.576.717,04
Participación de los trabajadores	- 194.575,35	- 204.304,11	- 214.519,32	- 225.245,29	- 236.507,55
Impuesto a la renta	- 224.135,96	- 235.342,75	- 247.109,89	- 259.465,39	- 272.438,66
Utilidad neta	878.457,71	922.380,59	968.499,62	1.016.924,60	1.067.770,83
Pago de dividendos	- 500.000,00	- 500.000,00	- 500.000,00	- 500.000,00	- 500.000,00
Utilidad neta después de dividendos	378.457,71	422.380,59	468.499,62	516.924,60	567.770,83

Tabla N° 4.16.

Proyección de Estado de Flujos de Efectivo

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO						
Cuenta	2006	2007*	2008*	2009*	2010*	2011*
ACTIVIDADES DE OPERACION (METODO INDIRECTO)						
Utilidad neta	1.153.455,03	- 447.738,05	479.125,07	394.410,46	296.787,03	336.626,39
Más (menos) ajustes que no han requerido (generado) efectivo en el año	-	-	-	-	-	-
Depreciación	415.948,00	233.026,68	250.797,30	268.567,92	286.338,53	304.109,15
Provisión para cuentas de cobranza dudosa	8.372,20	9.952,15	3.815,49	4.072,12	4.346,19	3.486,41
Otros	21.708,00	-	-	-	-	-
ACTIVOS						
Inversiones temporales	-	-	-	-	-	-
CxC comerciales	- 178.625,80	- 219.690,13	- 73.983,43	- 79.162,27	- 84.703,63	- 64.737,77
CxC Otras	-	- 11.186,88	- 11.746,22	- 12.333,53	- 12.950,21	- 13.597,72
Inventarios (Existencias)	- 816.816,60	- 1.351.811,17	- 540.035,56	- 577.838,05	- 618.286,71	- 472.547,70
Gastos pagados por anticipado (cargas diferidas)	- 3.062,10	- 1.644,37	- 1.715,23	- 1.789,15	- 1.866,25	- 1.946,68
Gastos pagados por anticipado (cargas diferidas) + Otros	- 244.705,20	- 37.896,65	- 39.791,48	- 41.781,05	- 43.870,10	- 46.063,61
PASIVOS						
CxP comerciales (Proveedores)	1.244.631,50	1.654.312,43	528.567,50	565.567,22	605.156,93	462.512,79
CxP comerciales (Proveedores exterior)	-	- 774.321,80	-	-	-	-
CxP Otras	28.580,70	- 20.788,91	- 20.272,43	- 19.768,79	- 19.277,65	- 18.798,72
IR por pagar	-	2.299,21	2.414,17	2.534,88	2.661,62	2.794,70
Beneficios Sociales	-	24.845,79	26.088,07	27.392,48	28.762,10	30.200,21
Intereses por pagar	-	570,07	598,57	628,50	659,92	692,92
Jubilación patronal (Beneficios sociales de los trabajadores)	50.284,70	5.996,72	6.296,55	6.611,38	6.941,95	7.289,04
Otros (Cuentas por pagar diversas)	- 2.766,70	-	-	-	-	-
Efectivo proveniente de las actividades de operación	1.677.003,73	- 934.074,91	610.158,38	537.112,12	450.699,73	530.019,42
ACTIVIDADES DE INVERSION						
Adquisiciones netas de Activo Fijo (inmueble, maquinaria y equipo)	- 562.188,10	- 149.445,50	- 149.445,50	- 149.445,50	- 149.445,50	- 149.445,50
Efectivo utilizado en las actividades de inversión	- 562.188,10	- 149.445,50	- 149.445,50	- 149.445,50	- 149.445,50	- 149.445,50
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO						
Aumento de sobregiros	827.796,60	- 580.000,10	-	-	-	-
Aumento de las CxP a compañías relacionadas	-	27.982,56	29.381,68	30.850,77	32.393,31	34.012,97
Aumento de las CxC compañías relacionadas	- 959.058,30	- 100.975,66	- 106.024,44	- 111.325,67	- 116.891,95	- 122.736,55
Aumento de las CxC compañías relacionadas LP	-	- 263.953,23	- 277.150,89	- 291.008,44	- 305.558,86	- 320.836,80
Aumento de la deuda a largo plazo	-	12.390,95	12.638,77	12.891,55	13.149,38	13.412,37
Efectivo utilizado en las actividades de financiamiento	- 131.261,70	- 904.555,48	- 341.154,88	- 358.591,79	- 376.908,12	- 396.148,01
Aumento (disminución) neta de efectivo	983.553,93	- 1.988.075,89	119.558,00	29.074,83	- 75.653,89	- 15.574,09
Efectivo al inicio del año	1.035.209,30	1.518.763,23	30.687,34	150.245,34	179.320,17	103.666,27

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO						
Cuenta	2006	2007*	2008*	2009*	2010*	2011*
Inversiones temporales	- 500.000,00	500.000,00	-	-	-	-
Efectivo al final del año	1.518.763,23	30.687,34	150.245,34	179.320,17	103.666,27	88.092,18

Fuente: Información proporcionada por la Compañía. Proyección realizada por los autores

Tabla N° 4.17.

Continuación de Proyección de Estado de Flujos de Efectivo

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO					
	2012*	2013*	2014*	2015*	2016*
ACTIVIDADES DE OPERACION (METODO INDIRECTO)					
Utilidad neta	378.457,71	422.380,59	468.499,62	516.924,60	567.770,83
Más (menos) ajustes que no han requerido (generado) efectivo en el año	-	-	-	-	-
Depreciación	321.879,77	339.650,39	357.421,01	366.306,32	142.164,96
Provisión para cuentas de cobranza dudosa	3.660,73	3.843,76	4.035,95	4.237,75	4.449,64
ACTIVOS					
Inversiones temporales	-	-	-	-	-
CxC comerciales	- 67.974,66	- 71.373,39	- 74.942,06	- 78.689,17	- 82.623,63
CxC Otras	- 14.277,60	- 14.991,48	- 15.741,06	- 16.528,11	- 17.354,51
Inventarios (Existencias)	- 496.175,08	- 520.983,84	- 547.033,03	- 574.384,68	- 603.103,92
Gastos pagados por anticipado (cargas diferidas)	- 2.030,57	- 2.118,08	- 2.209,35	- 2.304,57	- 2.403,88
Gastos pagados por anticipado (cargas diferidas) + Otros	- 48.366,79	- 50.785,13	- 53.324,39	- 55.990,60	- 58.790,13
PASIVOS					
CxP comerciales (Proveedores)	485.638,43	509.920,35	535.416,37	562.187,19	590.296,55
CxP comerciales (Proveedores exterior)	-	-	-	-	-
CxP Otras	- 18.331,69	- 17.876,26	- 17.432,15	- 16.999,07	- 16.576,74
IR por pagar	2.934,44	3.081,16	3.235,22	3.396,98	3.566,83
Beneficios Sociales	31.710,22	33.295,73	34.960,51	36.708,54	38.543,97
Intereses por pagar	727,56	763,94	802,14	842,25	884,36
Jubilación patronal (Beneficios sociales de los trabajadores)	7.653,50	8.036,17	8.437,98	8.859,88	9.302,87
Otros (Cuentas por pagar diversas)	-	-	-	-	-
Efectivo proveniente de las actividades de operación	585.505,96	642.843,92	702.126,77	754.567,32	576.127,19
ACTIVIDADES DE INVERSION					
Adquisiciones netas de Activo Fijo (inmueble, maquinaria y equipo)	- 149.445,50	- 149.445,50	- 149.445,50	- 149.445,50	- 149.445,50
Efectivo utilizado en las actividades de inversión	- 149.445,50	- 149.445,50	- 149.445,50	- 149.445,50	- 149.445,50
ACTIVIDADES DE FINANCIAMIENTO					
Aumento de sobregiros	-	-	-	-	-

ESTADO DE FLUJOS DE EFECTIVO					
	2012*	2013*	2014*	2015*	2016*
Aumento de las CxP a compañías relacionadas	35.713,62	37.499,30	39.374,26	41.342,98	43.410,13
Aumento de las CxC compañías relacionadas	- 128.873,37	- 135.317,04	- 142.082,89	- 149.187,04	- 156.646,39
Aumento de las CxC compañías relacionadas LP	- 336.878,64	- 353.722,57	- 371.408,70	- 389.979,14	- 409.478,09
Aumento de la deuda a largo plazo	13.680,61	13.954,23	14.233,31	14.517,98	14.808,34
Efectivo utilizado en las actividades de financiamiento	- 416.357,78	- 437.586,09	- 459.884,02	- 483.305,22	- 507.906,02
Aumento (disminución) neta de efectivo	19.702,68	55.812,34	92.797,25	121.816,60	- 81.224,33
Efectivo al inicio del año	88.092,18	107.794,86	163.607,19	256.404,45	378.221,04
Inversiones temporales	-	-	-	-	-
Efectivo al final del año	107.794,86	163.607,19	256.404,45	378.221,04	296.996,71

Como se aprecia en los cuadros precedentes, se ha elaborado la proyección anual hasta el año 2016, con la finalidad de calcular el flujo de efectivo, que sirva de herramienta de información para los inversionistas; para, de esta manera, poder tener una visión más clara del Valor Presente de la Compañía.

En el Cuadro No. 14 se muestra el CFO (Cash Flow Operativo) y el FCFF (Free Cash Flow for the Firm). El FCFF es el que tiene gran importancia para los inversionistas, ya que en él pueden constatar si la Compañía al final de cada ejercicio cuenta con el flujo suficiente para honrar obligaciones contraídas con los mismos.

A continuación se presenta la proyección del flujo de caja de la Compañía al año 2016.

Tabla N° 4.18.

Proyección de Flujo de Caja

FLUJO DE CAJA PROYECTADO						
Rubro	2006	2007*	2008*	2009*	2010*	2011*
Depreciación y amortización	-	-	-	-	-	-
CFO	1'677,003.73	- 934,074.91	610,158.38	537,112.2	450,69.73	530,019.42
(-)CAPEX	- 562,188.10	- 149,445.50	- 149,445.50	- 149,445.50	- 149,445.50	- 149,445.50
+int (1-t) - se encuentra incluido	-	-	-	-	-	-
FCFF	1'114,815.63	- 1'083,520.41	460,71288	387,666.62	301,254.23	380,573.92

Fuente: Información proporcionada por la Compañía. Proyección realizada por los autores

FLUJO DE CAJA PROYECTADO					
Rubro	2012*	2013*	2014*	2015*	2016*
Depreciación y amortización	-	-	-	-	-
CFO	585,5053.96	642,843.92	702,126.77	754,567.32	576,127.19
(-)CAPEX	- 149,445.50	- 149,445.50	- 149,445.50	- 149,445.50	- 149,445.50
+int (1-t) - se encuentra incluido	-	-	-	-	-
FCFF	436,060.46	493,398.42	552,681.27	605,121.82	426,681.69

Con las cifras presentadas en el cuadro de flujo de caja proyectado, se puede calcular el Valor Presente Neto (VAN) de la Compañía, de tal forma que se pueda conocer cual debería ser el Valor de Mercado de las acciones que fueron transferidas a una compañía relacionada en el exterior.

Para el cálculo del VAN, se toman las cifras del FCFF, el cual como se mencionó recientemente, es el de mayor importancia para los inversionistas.

En el siguiente cuadro se procede a calcular el VAN de la Compañía descontado con una tasa del 15% (CAPM).

Tabla N° 4.19.

Cálculo de Valor Presente Neto

Año	Flujo de Caja
2006	1.114.815,60
2007	-1.083.520,40
2008	460.712,90
2009	387.666,60
2010	301.254,20
2011	380.573,90
2012	436.060,50
2013	493.398,40
2014	552.681,30
2015	605.121,80
2016	426.681,70
VAN	1.969.504,54

Fuente: Cálculos realizados por los autores.

Tal como se puede apreciar en el cuadro ilustrado, el Valor Presente Neto de la Compañía es de USD 1'969,504.54.

En la siguiente sección se procederá a calcular el valor de mercado de las acciones transferidas a la compañía relacionada del exterior.

4.2.1.9. Valor de Mercado de las acciones transferidas

Para poder realizar el cálculo del valor de las acciones transferidas por la Compañía a su compañía relacionada en el exterior, se debe considerar los siguientes puntos:

1. Valor de mercado de la Compañía
2. Porcentaje de patrimonio transferido

Al cierre del ejercicio del 2005, la Compañía contaba con un patrimonio neto de USD 6'780,017.70, del cual el 70% pertenece a la participación accionaria de la compañía relacionada.

En junio del año 2006 la Compañía decidió transferir el 29% de su patrimonio a la compañía relacionada a través de una venta de acciones.

Tomando en cuenta el Principio de Plena Competencia que regula a nivel internacional el precio inter-compañía, debemos considerar el Goodwill de la transferencia bajo análisis. Es por ello que previo a realizar el cálculo nos hemos visto en la necesidad de calcular el Valor de Mercado de la Compañía, y no usar

cifras del Valor en Libros, lo cual arrojaría un valor erróneo del precio de las acciones.

A continuación se presenta el cálculo del Valor de mercado de las acciones transferidas:

- Valor de Mercado de las Acciones = USD 1'969,504.54 x 29%
- Valor de Mercado de las Acciones = USD 571,156.32

4.2.2. Conclusión Análisis CUP

Para efectos de cumplir con las disposiciones de la Ley de Régimen Tributario Interno en materia de Precios de Transferencia, se procedió a calcular el valor de mercado de la transferencia realizada, el cual asciende a USD 571,156.32.

Sin embargo, a efectos de hacer un análisis más confiable para la aplicación del principio de plena competencia, a continuación se procede a analizar dicha transacción mediante el uso del Método de Márgenes Transaccionales de Utilidad Operacional (en adelante "TNMM").

4.2.3. Análisis TNMM

4.2.3.1. Metodología TNMM

El TNMM consiste en fijar el precio a través de la determinación, en transacciones con partes relacionadas, de la utilidad operacional que hubieren obtenido partes independientes en operaciones comparables, con base en factores de rentabilidad que toman en cuenta, variables como: activos, ventas, costos, gastos o flujos de efectivo.

4.2.3.2. Selección de la parte analizada

En vista de que la normativa tributaria ecuatoriana no establece cual deberá ser la parte bajo estudio, se procedió a tomar la información financiera de la Compañía, como la parte a ser analizada, dado que es la entidad con la cuál se cuenta con mayor y mejor cantidad de información.

4.2.3.3. Selección de las compañías independientes

Como primera alternativa, se buscó empresas ecuatorianas independientes que se pudieran utilizar en el análisis. Sin embargo, la limitada información pública existente en nuestro país, impidió ubicar una muestra de empresas independientes comparables a la Compañía.

Dada la inexistencia de comparables locales, para realizar la búsqueda de compañías independientes se utilizaron 4 bases de datos electrónicas con información actualizada a octubre del año 2006, las cuales se definen a continuación:

- Thompson Financial/Disclosure's Compact D SEC (DS);
- Thompson Financial/Disclosure's Compact D Worldscope (WS);
- Standard and Poor's (S&P's) Compustat North America (CS); y
- S&P's Compustat Global (GV).

Estas bases de datos contienen información de aproximadamente 40,000 compañías públicas, asimismo incluyen 10 años de información financiera, descripciones de sus negocios, e información sobre la participación accionaria en las compañías.

Se llevó a cabo la búsqueda de compañías independientes utilizando el sistema de Clasificación Industrial Estándar (Standard Industrial Classification – "SIC")⁹. El sistema SIC clasifica a las compañías por el tipo de actividad económica que realizan y por los productos que venden o manufacturan. Las actividades económicas dentro del sistema SIC se agrupan en amplias divisiones funcionales como: manufactura, minería, distribución mayorista, etc. A estas divisiones se les asigna un código de dos dígitos; por ejemplo, el SIC 20 se refiere a la manufactura de Bebidas. La especificación de la industria se vuelve progresivamente más detallada a medida que se le adicionan dígitos mayores a cero al código SIC. A medida que el código sea mas específico, los comparables no controlados ahí contenidos tenderán a asemejarse

⁹ Publicado por el "Executive Office of the President, Office of Management and Budget" de los Estados Unidos de América.

más a la parte analizada, en términos de productos y funciones realizadas, lo que resulta en un mayor grado de confiabilidad en los resultados obtenidos. A continuación se enumera el código utilizado en la búsqueda de compañías independientes para el análisis de la Compañía:

- 2082 : Malt beverages;
- 2083 : Malt;
- 2085 : Distilled and blended liquors;
- 2086 : battle and canned softdrink and carbonated waters;
- 2087 : Flavoring extracts and flavoring syrup.

Esto permitió obtener una muestra preliminar de 239 compañías independientes potencialmente comparables. A partir de la misma, se procedió a analizar las descripciones de negocios y en algunos casos los reportes anuales de las compañías de la muestra con el objeto de descartar aquellas compañías que:

- Realizan actividades distintas que las desarrolladas por la Compañía;
- Se encuentran controladas;
- Manufacturan distintos productos a los de la Compañía;
- Presenten pérdida operativa en más de 3 años;
- Posean insuficiente información de negocio; y,
- Carezca de información financiera por más de 2 años.

La aplicación de estos criterios permitió reducir el conjunto a 4 compañías independientes que realizan funciones similares a la analizada.

- A.G. BARR PLC
- CLEARLY CANADIAN BEVERAGE CORP.
- NICHOLS PLC
- SUMOLIS CIA. IND. DE FRUTAS & BEBIDAS

La descripción de negocio e información financiera se incluyen en los Anexos C y D. Así mismo, en el Anexo E se incluye la tabla de aceptación y rechazo de las empresas independientes seleccionadas como comparables.

4.2.3.4. Indicadores de nivel de rentabilidad

El TNMM se utiliza para determinar si el precio pactado en una transacción controlada se encuentra dentro de un rango de valores de una muestra de empresas con funciones y riesgos sustancialmente similares a la parte analizada al comparar algunos indicadores de rentabilidad (Profit Level Indicators – “PLIs”) de las compañías similares con los de la compañía analizada. Para determinar la rentabilidad de la muestra de compañías no controladas, calculamos aquellos PLIs que en términos económicos resultan ser los más apropiados para compañías que desarrollan actividades de manufactura.

Para llevar a cabo el análisis TNMM elegimos como PLI el cociente Margen sobre Costos Totales (Mark-up On Total Costs – “MOTC”). Dicho cociente permite un buen grado de comparabilidad para analizar actividades de manufactura cuando las compañías independientes tienen similitudes de negocio (por ejemplo, funciones, riesgos, etc.) con la parte analizada.

El MOTC se calcula dividiendo la utilidad operativa por los costos totales, definidos estos últimos como ventas menos utilidad operativa ($UO/(Ventas-UO)$). El grado de confiabilidad de este cociente financiero dependerá de las funciones realizadas por la compañía analizada y por las compañías comparables no controladas.

4.2.3.5. Resumen estadístico

El artículo 1 de la Resolución No. NAC-DGER2005-0641 del Servicio de Rentas Internas (en adelante – “SRI”), publicada en el Registro Oficial No. 188 del 16 de enero del 2006, establece que cuando por la aplicación del Art. 66.4 del RLRTI se obtengan dos o más operaciones comparables, el contribuyente deberá determinar la Mediana y el Rango de Plena Competencia de los precios, montos de las contraprestaciones o márgenes de utilidad de dichas operaciones.

Adicionalmente referida Resolución establece que, si el precio, monto de la contraprestación o margen de utilidad registrado por el contribuyente se encuentra

dentro del Rango de Plena Competencia, dichos precios, montos o márgenes se considerarán como pactados entre partes independientes¹⁰.

Para este efecto, la mediana es el valor donde no más del 50% de las observaciones de la muestra se encuentran localizadas por arriba o por debajo de éste. El rango es el 50% de las observaciones centrales de la muestra, teniendo 25% de las observaciones inmediatamente por arriba y el 25% inmediatamente por debajo de la mediana. La mediana y el rango intercuartil son las medidas estadísticas más usadas para determinar “utilidades típicas” en una industria, porque valores extremadamente altos o bajos de una Compañía pueden sesgar otras medidas, como el valor promedio.

Los Lineamientos de la OCDE proponen el uso de información correspondiente a varios ejercicios. En nuestro estudio utilizamos el rango intercuartil de las razones financieras promedio ponderado para los años 2003 a 2005¹¹, con el objeto de comparar los resultados obtenidos por la Compañía con los obtenidos por las empresas independientes seleccionadas como comparables.

¹⁰ Artículo 1 de la Resolución No. NAC-DGER2005-0641 del Servicio de Rentas Internas, publicada en el Registro Oficial No. 188 del 16 de enero del 2006.

¹¹ Debido a que para establecer la muestra de compañías independientes se aparea al ejercicio de la parte a analizar con las empresas que cierran sus ejercicios seis meses antes y seis meses después de la fecha de cierre de la parte analizada, si tomáramos el 2006 como último año de los comparables perderíamos información de aquellas empresas que cierran sus ejercicios en casi un semestre, dada la fecha de las bases de datos y los plazos de presentación de la Información a los organismos de control por parte de la Compañía. Por tal motivo, se optó por aparear el ejercicio fiscal 2006 de la Compañía con el ejercicio fiscal del 2005 de los comparables, lo que incluye a aquellas empresas que cierran sus ejercicios desde 1° de Julio del 2005 al 30 de Junio del 2006.

4.2.3.6. Resultado de las compañías independientes

Dentro de la muestra seleccionada de compañías independientes se hizo un análisis de los resultados del cociente MOTC. En el siguiente cuadro se muestran la mediana y el rango de plena competencia para el periodo de 2003 a 2005 de los MOTC promedio ponderado de la muestra de compañías independientes.

Tabla N° 4.20.

Resumen de los resultados (sin ajustar)

Compañías Independientes	MOTC
Número de compañías	4
Cuartil Superior	11.73%
Mediana	6.69%
Cuartil Inferior	2.12%

Fuente: cálculos realizados por los autores

Los rangos de plena competencia de los MOTC promedio ponderado sin ajustar de las compañías independientes de la muestra por el periodo 2003 al 2005 es de 2.12% a 11.73%, con una mediana de 6.69%.

4.2.3.7. Ajustes económicos

Cuando se utiliza el TNMM para evaluar transacciones controladas utilizando cocientes de rentabilidad, algunas veces resulta necesario considerar ajustes en los estados financieros de las compañías independientes para tomar en cuenta diferencias en el capital de trabajo invertido, lo cual se puede apreciar en las diferencias que

existen en los balances generales de la empresa analizada y las empresas independientes. A tal efecto, realizamos ajustes sobre la información financiera de las compañías independientes utilizadas en el análisis TNMM. En el Anexo B, se encuentra una exposición de las razones para realizar ajustes, así como una descripción de éstos.

En el siguiente cuadro se muestra una comparación entre las Cuentas por Cobrar, Cuentas por Pagar e Inventarios, como porcentaje de los costos de la Compañía y la mediana del rango de plena competencia de las compañías comparables para los mismos indicadores. Además, en este cuadro indicamos el efecto total que tiene cada uno de los ajustes sobre la utilidad de las compañías independientes.

Tabla N° 4.21.

Efecto de los ajustes

Ajuste	La Compañía	Mediana Comparable	La Compañía vs. Comparables	Efecto Total
Como porcentaje de los costos				
Inventario	12.93%	8.49%	↑	↑
Cuenta por Cobrar	1.70%	21.17%	↓	↓
Cuenta por Pagar	11.98%	8.60%	↑	↓
Total				↓

Elaborado por: autores

El efecto total, o la suma de los ajustes, dependerán de la magnitud y dirección de cada uno de los ajustes. Como se aprecia en el cuadro precedente, los ajustes en Inventario, aumentan la rentabilidad de la mediana de las compañías comparables

independientes. Por otra parte, el ajuste el Cuentas por Cobrar y Cuentas por Pagar, disminuyen la rentabilidad de la mediana de las compañías comparables. Como resultado de lo anterior, el efecto total resulta en una disminución de la rentabilidad operativa de la mediana de las compañías seleccionadas como comparables.

4.2.3.8. Resultados ajustados de las compañías independientes

En el siguiente cuadro se muestran la mediana y el rango de plena competencia para el periodo de 2003-2005, de los MOTC promedio ponderado, ajustados de la muestra de compañías independientes.

Tabla N° 4.22.

Determinación del rango de Plena Competencia de MOTC

Resumen de los resultados ajustados

Compañías Independientes	MOTC
Número de compañías	4
Cuartil Superior	10.86%
Mediana	6.54%
Cuartil Inferior	2.30%

Elaborado por: autores

Como se observa, el rango de plena competencia de los MOTC promedio ponderado, ajustado por cuentas de capital, obtenidos por las compañías independientes de la muestra, es de 2.30% a 10.86% con una mediana de 6.54%.

4.2.3.9. Resumen de la información financiera de la Compañía

Una vez obtenidos los resultados anteriores, se procedió a evaluar la razón MOTC obtenida por la Compañía en su actividad de importación de materia prima (resina y preformas) desde sus entidades vinculadas en el exterior, para el ejercicio 2006. A continuación se muestra el resultado.

Tabla N° 4.23.

Estado Financiero de la Compañía

Al cierre del ejercicio 2006

Estado de Resultados	
Cuenta	Monto en USD
Ventas Netas	50'653,736.600
Costo de Ventas	(39'206,404700)
Utilidad Bruta	11'447,331.900
Gastos Operativos	(10'017,988.100)
Utilidad Operativa	1'429,343.800
Cuentas Patrimoniales	
Inventario	6'362,982.500
Cuentas por Cobrar	837,216.000
Cuentas por Pagar	5'896,651.800
MOTC	2.90%

*Fuente: Información proporcionada por la compañía.
Cálculos elaborados por los autores.*

El MOTC obtenido por la Compañía durante el ejercicio 2006, en sus actividades de manufactura con materia prima importada desde sus compañías vinculadas, es de 2.90%.

4.2.4. Conclusión Análisis TNMM

De la aplicación del TNMM, con el MOTC como indicador de nivel de rentabilidad, se muestra que la rentabilidad obtenida por la Compañía durante el ejercicio 2006 en la actividad de manufactura y comercialización de bebidas, se encuentra por encima del límite inferior del rango de plena competencia obtenido por una muestra de compañías independientes.

Conclusiones

Para efecto de evaluar el precio al que se pactó la transferencia de acciones realizada por la Compañía a una entidad relacionada del extranjero, se ha elaborado un estudio de precios de transferencia correspondiente al ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2006 (en adelante “ejercicio 2006”).

Sobre la base de información obtenida de la Compañía, se llevó a cabo un análisis funcional y uno económico para documentar la venta de acciones al exterior.

Después de analizar dicha transacción y de seleccionar y aplicar el método correspondiente para el cumplimiento del principio de plena competencia, se obtuvo los siguientes resultados:

Para analizar la venta de acciones realizada por la Compañía, a una entidad relacionada del exterior, se utilizó el Método del Precio Comparable No Controlado (Comparable Uncontrolled Price – “CUP”).

De acuerdo a la información suministrada por la Compañía, conocemos que el precio al que se pactó la transferencia fue a valor cero, por lo cual, Compañía calculó una pérdida de USD 495,545.50, la cual para efectos fiscales, fue considerada como gasto no deducible.

Por otra parte, observamos que la Compañía no ha realizado operaciones de venta de acciones a empresas terceras independientes, por tanto, apoyándonos en las directrices de la OCDE y en la normativa tributaria local, hemos creído conveniente, realizar una proyección de los estados financieros, de tal suerte que, descontándolos con una tasa de descuento podamos conocer el valor de mercado de la Compañía y así tener una aproximación al precio de plena competencia en condiciones de libre mercado.

Para el cálculo de la tasa de descuento, utilizamos el método de valoración de activos CAPM, cuyos componentes hemos seleccionado utilizando tasas del mercado que se ajusten a la realidad del mercado en el que opera la Compañía.

Una vez obtenida la tasa de descuento, procedimos al cálculo de los estados financieros proyectados, para finalmente obtener el flujo de caja proyectado. Con las cifras del flujo de caja proyectado, se pudo calcular el Valor Presente Neto (VAN) de la Compañía. El VAN de la Compañía es de USD 1'969,504.54.

Para poder realizar el cálculo del valor de las acciones transferidas por la Compañía a la entidad relacionada en el exterior, se consideró el valor de mercado de la Compañía y el porcentaje de patrimonio transferido (29%). Finalmente, se obtuvo que el valor transferido de las acciones, el cual debió ser USD 571,156.32.

Sin embargo, a efectos de hacer un análisis más confiable para la aplicación del principio de plena competencia, procedimos a analizar dicha transacción mediante el

uso del Método de Márgenes Transaccionales de Utilidad Operativa (Transactional Net Margin Method – “TNMM”) con el indicador de nivel de rentabilidad (Profit Level Indicator – “PLI”) de Margen sobre Ventas (Return on Sales – “ROS”), con información de los Estados Financieros auditados de la Compañía, al cierre del ejercicio 2006.

Después de buscar en nuestras bases de datos, desarrollamos una muestra final de 4 compañías independientes.

De la aplicación del TNMM se pudo observar que el rango de plena competencia de los ROS promedio ponderados por el período 2003 a 2005, ajustados por cuentas de capital, obtenidos por las compañías independientes de la muestra, va del 2.30% a 10.86%, con una mediana de 6.54%. Por su parte, el ROS obtenido por la Compañía durante el ejercicio 2006 en su actividad de negocio, incluyendo la venta de acciones al exterior a una entidad vinculada, fue del 2.90%.

Consecuentemente se demuestra que la rentabilidad obtenida por la Compañía en su actividad de negocio, incluyendo la venta de acciones a una entidad relacionada del exterior, se encuentra por encima del límite inferior del rango de plena competencia de la muestra de compañías seleccionada en el análisis.

Considerando los hechos, se recomienda a La Compañía, no hacer ajustes de precios de transferencia a su declaración del Impuesto Renta. Sin embargo, el Servicio de Rentas Internas podría pretender un ajuste de USD 75,610.82.

Bibliografía

- Ley de Régimen Tributario Interno.
- Reglamento de la Ley de Régimen Tributario Interno.
- Directrices Aplicables en Materia de Precios de Transferencia a Empresas Mutinacionales y Administraciones Tributarias.
- Internaciotional Transfer Pricing by PwC.
- Damodarán – Discounted Cash Flow Valuation
- Artículo 1 de la Resolución No. NAC-DGER2005-0641 del Servicio de Rentas Internas, publicada en el Registro Oficial No. 188 del 16 de enero del 2006.

Páginas de Internet

- www.bce.com.fin
- www.superban.gov.ec
- www.stern.nyu.edu/~adamodar.
- <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

ANEXOS

ANEXO 1: Resumen de la legislación ecuatoriana en materia de Precios de Transferencia

La reforma tributaria establecida mediante Decreto Ejecutivo No. 2430 (D.E. 2430), publicada mediante Registro Oficial Suplemento No. 494 del 31 de diciembre del 2004, introdujo importantes modificaciones al Reglamento para la Aplicación de la Ley de Régimen Tributario (RLRTI), entre las que cabe mencionar, las relativas a Precios de Transferencia en las operaciones entre empresas vinculadas.

A partir de la entrada en vigencia del decreto mencionado en el párrafo anterior, esto es a partir del 1 de enero del 2005, los sujetos pasivos del Impuesto a la Renta (IR) que realicen operaciones con partes relacionadas, adicionalmente a su declaración anual de IR, presentarán en las Oficinas del Servicio de Rentas Internas (SRI) un Anexo e Informe Integral de Precios de Transferencia, referente a operaciones con partes relacionadas, en la forma y con el contenido que establezca el SRI mediante Resolución General.

Más tarde, mediante Resolución No. NAC-DGER2005-0640 del SRI (Res. NAC-DGER2005-0640), publicada en el Registro Oficial No. 188 del 16 de enero del 2006, resuelve establecer como alcance para la presentación del Anexo e Informe Integral de Precios de Transferencia, a aquellos contribuyentes que hayan efectuado operaciones con partes relacionadas domiciliadas en el exterior, dentro de un mismo

período fiscal en un monto acumulado superior a trescientos mil dólares de los Estados Unidos de América (USD 300,000.00).

1. SRI: Servicio de Rentas Internas

El Servicio de Rentas Internas (SRI) es una entidad técnica y autónoma que tiene la responsabilidad de recaudar los tributos internos establecidos por Ley mediante la aplicación de la normativa vigente. Su finalidad es la de consolidar la cultura tributaria en el país a efectos de incrementar sostenidamente el cumplimiento voluntario de las obligaciones tributarias por parte de los contribuyentes.

El SRI tiene a su cargo la ejecución de la política tributaria del país en lo que se refiere a los impuestos internos. Para ello cuenta con las siguientes facultades:

- Determinar, recaudar y controlar los tributos internos.
- Difundir y capacitar al contribuyente respecto de sus obligaciones tributarias.
- Preparar estudios de reforma a la legislación tributaria
- Aplicar sanciones.

2. Partes Relacionadas

De acuerdo con lo establecido en el Art. 4 del RLRTI, el mismo que fue reformado por el Art. 1 del D.E. 2430, para efectos tributarios serán consideradas como partes relacionadas a las personas naturales o sociedades, domiciliadas o no en el Ecuador, en las que una de ellas participe directa o indirectamente en la dirección, administración, control o capital de la otra; o en las que un tercero, sea persona natural o sociedad domiciliada o no en el Ecuador, participe directa o indirectamente, en la dirección, administración, control o capital de éstas.

Se considerarán partes relacionadas aquellas entidades que se encuentren inmersas en los siguientes puntos:

- La sociedad matriz y sus sociedades filiales, subsidiarias o establecimientos permanentes.
- Las sociedades filiales, subsidiarias o establecimientos permanentes, entre sí.
- Las partes en las que una misma persona natural o sociedad, participe indistintamente, directa o indirectamente en la dirección, administración, control o capital de tales partes.
- Las partes en las que las decisiones sean tomadas por órganos directivos integrados en su mayoría por los mismos miembros.

- Las partes, en las que un mismo grupo de accionistas, por su aporte accionario, participe indistintamente, directamente o indirectamente en la dirección, administración, control o capital de ésta.
- Los miembros de los órganos directivos de la sociedad con respecto a la misma, siempre que se establezcan entre éstos relaciones no inherentes a su cargo.
- Los administradores y comisarios de las sociedades con respecto a la misma, siempre que se establezcan entre éstos relaciones no inherentes a su cargo.
- Una sociedad respecto de los cónyuges, parientes hasta el cuarto grado de consanguinidad o segundo de afinidad de los socios; directivos; administradores; o comisarios de la sociedad.
- Una persona natural o sociedad y los fideicomisos en los que tengan derechos.

Para establecer la existencia de algún tipo de relación o vinculación entre contribuyentes, la Administración Tributaria atenderá de forma general a la participación accionaria u otros derechos societarios sobre el patrimonio de las sociedades, los tenedores de capital, la administración efectiva del negocio, la distribución de utilidades, la proporción de las transacciones entre tales contribuyentes, los mecanismos de precios usados en tales operaciones.

También se considerarán partes relacionadas a sujetos pasivos que realicen transacciones con sociedades domiciliadas, constituidas o ubicadas en una jurisdicción fiscal de menor imposición o en Paraísos Fiscales.

Así mismo, la Administración Tributaria podrá establecer partes relacionadas por presunción cuando las transacciones que se realicen no se ajusten al principio de plena competencia.

En este punto cabe mencionar que mediante sentencia de la Primera Sala del Tribunal Distrital de lo Fiscal No. 1, publicada en el Registro Oficial No. 166 del 15 de diciembre del 2005, se resuelve una demanda de impugnación presentada por la Cámara de Comercio de Quito respecto a la legalidad del D.E. No. 2430 anteriormente mencionado.

En dicha sentencia la Sala resuelve declarar la nulidad parcial de dicho decreto, única y exclusivamente en el contenido de los incisos tercero y cuarto del numeral 9 del artículo 1 de dicho cuerpo reglamentario, ya que establecen la presunción de considerar empresas relacionadas cuando la transacción se realice a sociedades domiciliadas en paraísos fiscales o, cuando las transacciones no se ajusten al principio de plena competencia.

Los incisos declarados nulos son los que se transcriben a continuación:

"También se considerarán partes relacionadas a sujetos pasivos que realicen transacciones con sociedades domiciliadas, constituidas o ubicadas en una jurisdicción fiscal de menor imposición, o en Paraísos Fiscales."

"Así mismo, la Administración Tributaria podrá establecer partes relacionadas por presunción cuando las transacciones que se realicen no se ajusten al principio de plena competencia."

3. Principio de Plena Competencia (Principio de "arm's length").

El Art. 66.2 del RLRTI, que fuere incluido mediante el Art. 2 del D.E. 2430, establece que para efectos tributarios se entiende por principio de plena competencia aquel en el que, cuando se establezcan o impongan condiciones entre dos partes relacionadas, en sus transacciones comerciales o financieras, que difieran de las que se hubieren estipulado con o entre partes independientes, las utilidades que hubieren sido obtenidas por una de las partes de no existir dichas condiciones pero que, por razón de la aplicación de esas condiciones no fueron obtenidas, serán cuantificadas y registradas.

4. Criterios de Comparabilidad.

En cuanto a los criterios de comparabilidad, el Art. 66.3 incluido mediante el Art. 2 del D.E. 2430, establece como operaciones comparables a aquellas que no

mantengan diferencias entre las características económicas relevantes que puedan afectar de manera significativa el precio, o valor de la contraprestación o margen de utilidad, y en caso de existir dichas diferencias, sus efectos puedan eliminarse mediante ajustes técnicos razonables.

5. Métodos para aplicar el principio de plena competencia.

El Art. 66.4 incluido mediante el Art. 2 del D.E. 2430, señala que el precio, en las operaciones celebradas entre partes relacionadas, deberá ajustarse mediante la aplicación, individual o combinaciones de cualquiera de los siguientes métodos, de tal forma que en su resultado se refleje el principio de plena competencia.

Método del Precio Comparable no Controlado (Comparable Uncontrolled Price - CUP -).- Permite establecer el precio de plena competencia de los bienes o servicios transferidos en cada una de las operaciones entre partes relacionadas, con el precio facturado de los bienes o servicios transferidos en operaciones con o entre partes independientes en operaciones comparables.

Método del Precio de Reventa (Resale Price Method - RPM -).- Determina el precio de adquisición de un bien o de la prestación de un servicio, entre partes relacionadas, multiplicando el precio de reventa del bien, del servicio o de la operación de que se trate, a partes independientes, por el resultado de disminuir, de la unidad, el porcentaje de la utilidad bruta que hubiere sido obtenido con o entre partes independientes en operaciones comparables. Para los efectos de esta fracción, el

porcentaje de utilidad bruta se calculará dividiendo la utilidad bruta entre las ventas netas.

Método del Costo Adicionado (Cost Plus – CP)-.- Determina el precio de venta de un bien o de la prestación de un servicio, entre partes relacionadas, multiplicando el costo del bien, del servicio o de la operación de que se trate, a partes independientes, por el resultado de sumar, a la unidad, el porcentaje de la utilidad bruta que hubiere sido obtenido con o entre partes independientes en operaciones comparables. Para los efectos de esta fracción, el porcentaje de utilidad bruta se calculará dividiendo la utilidad bruta entre el costo de ventas.

Método de Distribución de Utilidades (Profit Split Method - PSM -).- Determina el precio a través de la distribución de la Utilidad Operacional Global obtenida en las operaciones con partes relacionadas, en la misma proporción que hubiere sido distribuida con o entre partes independientes, en operaciones comparables, de acuerdo a lo siguiente:

a. Se determinará la Utilidad Operacional Global de las operaciones con partes relacionadas mediante la suma de la utilidad operacional obtenida por cada una de ellas; y,

b. La utilidad Operacional Global obtenida, se distribuirá a cada una de las partes relacionadas, considerando, entre otros, el aporte individual de cada parte en activos, costos y gastos empleados en las operaciones entre dichas partes.

Método Residual de Distribución de Utilidades (Residual Profit Split Method – RPSM).- Determina el precio a través de la distribución de la Utilidad de Operación Global obtenida en las operaciones con partes relacionadas, en la misma proporción que hubiere sido asignada con o entre partes independientes, en operaciones comparables, de acuerdo a lo siguiente:

Se determinará la Utilidad de Operación Global de las operaciones con partes relacionadas mediante la suma de la utilidad operaciones obtenida por cada una de ellas; y

Con la Utilidad Operacional Global obtenida se determinará y distribuirá, tanto la Utilidad Básica como la Utilidad Residual, de acuerdo a lo siguiente:

La Utilidad Básica se obtendrá para cada una de las partes relacionadas mediante la aplicación de cualquiera de los otros métodos señalados en este artículo, sin tomar en cuenta la utilización de intangibles.

La utilidad residual se obtendrá disminuyendo la utilidad básica a que se refiere el numeral 1 anterior, de utilidad operacional global. Esta utilidad residual se distribuirá entre las partes relacionadas en la operación, en la proporción en que hubiere sido distribuida entre partes independientes en operaciones comparables.

Método de Márgenes Transaccionales de Utilidad Operacional (Transactional Net Margin Method - TNMM -).- Consiste en fijar el precio a través de la

determinación, en transacciones con partes relacionadas, de la utilidad operacional que hubieren obtenido partes independientes en operaciones comparables, con base en factores de rentabilidad que toman en cuenta variables tales como activos, ventas, costos, gastos o flujos de efectivo.

6. Contenido del Informe Integral de Precios de Transferencia.

La Resolución No. NAC-DGER2005-0640 del SRI, publicada en el Registro Oficial No. 188 del 16 de enero del 2006, establece que el Informe Integral de Precios de Transferencia a ser presentado ante el SRI, deberá contener la siguiente información:

- a. El análisis del entorno económico, sectorial y del negocio, en particular en el que se configuren las transacciones.
- b. Las actividades y funciones desarrolladas por el contribuyente.
- c. Los riesgos asumidos y activos utilizados por el contribuyente en la realización de dichas actividades y funciones.
- d. Identificación de las partes relacionadas domiciliadas en el exterior con las que se realizaron las transacciones que se declaran, indicando el tipo de relación sostenida y porcentaje de participación (de haberla).
- e. El detalle y la cuantificación de las operaciones realizadas con partes relacionadas.

- f. Los elementos, hechos valorados, circunstancias y la documentación para el análisis o estudio de precios de transferencia.
- g. El método utilizado, para la operación de que se trate, indicando las razones y fundamentos por lo cuales se lo consideró como el método que mejor reflejó el principio de plena competencia.
- h. El detalle de los comparables seleccionados para la aplicación del método utilizado.
- i. Los elementos, la cuantificación y metodología utilizada para la realización de los ajustes necesarios sobre estos comparables seleccionados.
- j. El detalle de los comparables no seleccionados indicando los motivos y consideraciones para desecharlos.
- k. Identificación de las fuentes de información de las que se obtuvieron los comparables.
- l. Descripción de la actividad empresarial y las características del negocio de las compañías comparables.
- m. El establecimiento de la mediana y del rango de plena competencia.

La transcripción del estado de situación y de resultados de los sujetos comparables correspondientes a los ejercicios fiscales que resulten necesarios para el análisis de comparabilidad, indicando la fuente de obtención de dicha información.

Las conclusiones a las que hubieran llegado.

Asimismo, la Resolución No. NAC-DGER2005-0640 requiere que este informe contenga un índice de acuerdo al contenido establecido anteriormente; adicionalmente, el informe deberá ser anillado y foliado en orden secuencial e incluirá la firma de responsabilidad del representante legal en caso de personas jurídicas, y del titular del Registro Único de Contribuyentes (RUC) en caso de personas naturales.

7. Rango de Plena Competencia.

En relación a la determinación de los rangos de plena competencia, el SRI mediante la emisión de la Resolución No. NAC-DGER2005-0641, publicada en el Registro Oficial No. 188 del 16 de enero del 2006, determinó que cuando por la aplicación de alguno de los métodos establecidos en el Art. 66.4 del RLRTI se obtengan dos o más operaciones comparables, el contribuyente deberá establecer la Mediana y el Rango de Plena Competencia de los precios, montos de las contraprestaciones o márgenes de utilidad de dichas operaciones.

Si el precio, monto de la contraprestación o margen de utilidad (en adelante "Valor") registrado por el contribuyente se encuentra dentro del Rango de Plena Competencia, dicho Valor se considerará como pactado entre partes independientes. En su defecto, se considerará que el Valor que hubieren utilizado partes independientes es el que corresponde a la Mediana.

Para este efecto se utilizarán los siguientes conceptos:

- Rango de plena competencia.- Es el intervalo que comprende los valores que se encuentran desde el Primer Cuartil hasta el Tercer Cuartil, y que son considerados como pactados entre partes independientes;
- Mediana.- Es el valor que se considera hubieren utilizado partes independientes en el caso que el Valor registrado por el contribuyente se encuentre fuera del Rango de Plena Competencia; y,
- Primer y tercer cuartil.- Son los valores que representan los límites del Rango de Plena Competencia.

Finalmente, establece que la mediana y los cuartiles correspondientes se calcularán en función de los métodos estadísticos convencionales.

ANEXO 2: Resumen de los Ajustes Utilizados

El propósito de los ajustes es asegurar que el análisis TNMM refleje resultados operativos comparables, al tomar en cuenta cualquier tipo de interés implícito en las ventas netas, costos de venta o gastos de operación de la compañía analizada y de las compañías independientes.

1. Diferencia en Cuentas por Cobrar y Cuentas por Pagar

Los ajustes en la utilidad de operación utilizando intereses implícitos se justifican mediante la teoría de que conceptos contables, como ventas netas y costo de ventas, no siempre reflejan apropiadamente la noción económica del “valor del dinero en el tiempo”. En términos simples, el “valor del dinero en el tiempo” indica que un dólar el día de hoy vale más que un dólar el día de mañana por la oportunidad perdida de ganar intereses en el ingreso diferido. Asimismo, un vendedor racional normalmente aceptará un menor precio por un bien si el pago se hace al momento de la venta en lugar de recibir varios pagos diferidos. La diferencia entre estos dos precios refleja las preferencias intertemporales del vendedor (v.g., una tasa de descuento), que para el mercado se expresa como una tasa de interés de corto plazo para préstamos y créditos a negocios. La tasa de descuento utilizada en nuestro análisis para cuantificar el “valor del dinero en el tiempo” es una tasa de interés promedio de corto plazo para préstamos a negocios.

En términos generales, cuando existen diferencias significativas en cuentas por cobrar es conveniente realizar un ajuste sobre la utilidad de operación y sobre las ventas de los comparables. Lo mismo se puede aplicar a ajustes en costo de ventas cuando existen diferencias significativas en cuentas por pagar. Las cuentas por pagar reflejan el plazo de pago que los proveedores ofrecen, mientras que las cuentas por cobrar reflejan el plazo de pago otorgado a clientes. De esta manera, las ventas netas no sólo incluyen una compensación por la venta de una propiedad sino también un ingreso por interés implícito atribuible al crédito extendido mediante las cuentas por cobrar. Por lo tanto, diferencias importantes en las cuentas por cobrar de la compañía analizada y en las cuentas por cobrar de los comparables pueden resultar en diferencias significativas en la composición de la cantidad reportada como ventas netas, que consistirá de la cantidad pagada por el bien vendido y del interés implícito por la extensión de crédito a través de los términos de pago. Diferencias significativas en cuentas a pagar afectan el costo de ventas, entonces se pueden realizar ajustes para tomar en cuenta este interés implícito.

2. Diferencias en Inventarios

Los inventarios son otra categoría donde las diferencias entre la compañía analizada y las compañías independientes pueden afectar las razones de rentabilidad. Se pueden realizar ajustes que cuantifiquen diferencias atribuibles al costo de oportunidad de tener un inventario.

Ajustes por diferencias en inventarios se fundamentan en la idea de que el costo total de tener un inventario no está completamente reflejado en la utilidad de operación de una compañía. El costo financiero de mantener un inventario relativamente grande estará incluido dentro de los gastos financieros en la medida en que la compañía necesite pedir prestado para financiar la compra de inventarios antes de recibir un ingreso por la venta de ese inventario. El inventario representa una inversión que podría alternativamente invertirse en un activo que produzca intereses.

De acuerdo con esta teoría, una compañía que mantiene menos inventario que otra, puede ganar la misma utilidad de operación, pero tener una utilidad neta más alta. Por esta razón, consideramos un ajuste sobre la utilidad de operación para tomar en cuenta el efecto de diferencias en el costo de mantener inventario. El ajuste a la utilidad de operación se puede conseguir al sumar (restar) el diferencial en el costo de mantener un inventario al costo de ventas de la parte independiente con mayor (menor) inventario como porcentaje de las ventas que la compañía analizada. La interpretación es que el costo de ventas de la parte independiente debería aumentar (disminuir) para tomar en cuenta estos costos financieros adicionales (menores). El efecto de incrementar (disminuir) el costo de ventas de la parte independiente reducirá (incrementará) la utilidad bruta y por lo tanto la rentabilidad global de la compañía. El diferencial en el costo de los inventarios puede estimarse al aplicar una tasa de interés de mercado (v.g. la "prime rate" anual promedio) a la diferencia en inventarios (como porcentaje de las ventas o costos).

3. Ajustes Utilizados

En este análisis, realizamos ajustes sobre las cuentas por pagar, cuentas por cobrar, e inventarios. Las fórmulas utilizadas para ajustar varias cuentas del balance general de las compañías independientes, a fin de hacerlas más similares a la Compañía, son:

4. Indicadores de Rentabilidad basados en Costos Totales

OI/TCLIFO Ajustado = Ingresos Operativos Ajustados LIFO / Costos Totales Ajustados LIFO

OI/TC Ajustado = Ingresos Operativos Ajustados / Costos Totales Ajustados Caja, LIFO

Ingresos Operativos Ajustados LIFO = Ingresos Operativos + Variación en la Reserva LIFO

Costo Total LIFO = Ventas – Ingresos Operativos Ajustados LIFO

Ingresos Operativos Ajustados = Ingresos Operativos + Variación en la Reserva

LIFO – Ajuste AP x $\frac{i}{1+i}$ + Ajuste AR x $\frac{i}{1+i}$ + Ajuste de Inventarios x i

Costo Total Ajustado Caja, LIFO = Ventas – Ingresos Operativos Ajustados LIFO

$$- AP \text{ Promedio} \times \frac{i}{1+i}$$

Ajuste AR

$$= \left(\frac{AR \text{ Promedio}^{CA}}{\text{Costo Total Ajust.}^{CA}_{Caja, LIFO}} - \frac{AR \text{ Promedio}^{COMP}}{\text{Costo Total Ajust.}^{COMP}_{Caja, LIFO}} \right) \times \text{Costo Total Ajust.}^{COMP}_{Caja, LIFO}$$

Ajuste AP

=

$$\left(\frac{AP \text{ Promedio}^{CA}}{\text{Costo Total Ajust.}^{CA}_{Caja, LIFO}} - \frac{AP \text{ Promedio}^{COMP}}{\text{Costo Total Ajust.}^{COMP}_{Cash, LIFO}} \right) \times \text{Costo Total Ajust.}^{COMP}_{Cash, LIFO}$$

Ajuste de

Invent.=

$$\left(\frac{\text{Invent. Prom. Ajust.}^{CA}_{LIFO}}{\text{Costos Tot. Ajust.}^{CA}_{Caja, LIFO}} - \frac{\text{Invent. Prom. Ajust.}^{COMP}_{LIFO}}{\text{Costos Tot. Ajust.}^{COMP}_{Caja, LIFO}} \right) \times \text{Costo Total Ajust.}^{COMP}_{Cash, LIFO}$$

Definiciones:

OI= Operating Income (Ingresos Operativos)

TC= Total Cost (Costos Totales)

CA= Compañía Analizada

COMP= Compañía Comparable

AR= Account Receivable (Cuentas por Cobrar)

AP= Account Payable (Cuentas por Pagar)

i = Prime Rate (Tasa Prime)

5. Efecto de los ajustes

Cuando la compañía independiente tiene cuentas por cobrar como porcentaje de sus ventas mayores que las de la compañía analizada, el ajuste en cuentas por cobrar reduce la utilidad de operación de la compañía independiente por el interés implícito cobrado. El efecto es opuesto cuando la compañía independiente tiene menores cuentas por cobrar.

Cuando la compañía independiente tiene cuentas por pagar como porcentaje de sus ventas mayores que las de la compañía analizada, el ajuste en cuentas por pagar aumenta la utilidad de operación de la compañía independiente por el interés implícito pagado. El efecto es opuesto cuando la compañía independiente tiene menores cuentas por pagar.

Cuando la compañía independiente tiene inventarios como porcentaje de sus ventas mayores que los de la compañía analizada, el ajuste en inventarios reduce la utilidad de operación de la compañía independiente por el gasto financiero en que tiene que incurrir. El efecto es opuesto cuando la compañía independiente tiene menores inventarios.

6. Supuestos de tasa de interés

Para realizar los ajustes a las compañías independientes utilizamos la tasa “prime rate promedio” (2001: 6.91%, 2002: 4.67%, 2003: 4.12%, 2004: 4.34%, 2005: 6.19% Y 2006: 7.96%).

ANEXO 3: Descripción de las compañías independientes

Firms accepted as functionally comparable from all Sources	cans under various brands, including IRN-BRU, Tizer, D'N'B, and Orangina. The company offers carbonated soft drinks in various flavors, including orange, karibbean kola, pineapple, black grape, and ginger beer, as well as lemon, peech, and mango; and noncarbonated fruit-based drinks. It also provides ice-tea and mineral water, as well as various commercial services. The company principally distributes its products through distribution centers to supermarkets. A.G. BARR was founded in 1830 and is headquartered in Glasgow, the United Kingdom. Copyright 2006 The McGraw-Hill Companies Inc. All rights reserved. □
Project: Bebida	
1. BARR (AG) PLC (GBR) 2086	
PC PLUS DESCRIPTION: (No Description)	
SEC DESCRIPTION: (No Description)	
GLOBAL VANTAGE DESCRIPTION: A.G. BARR p.l.c., engages in the manufacture, sale, and marketing of carbonated soft drinks in the United Kingdom and Internationally. It produces a range of soft drinks in bottles and	MOODY'S DOMESTIC DESCRIPTION: (No Description)
	MOODY'S INTERNATIONAL DESCRIPTION: (No Description)

WORLDSCOPE

DESCRIPTION: A.G. Barr p.l.c..

The Group's principal activity is manufacturing and selling soft drinks. The Group's product brands are Lipton Ice Tea, St. Clements Originals, Snapple, Rubicon, Irm-Bru, Orangina, KA, Tizer, G&B, Simply Citrus and Findlays Spring. The Group's manufacturing sites are located at Cumbernauld, Atherton, Mansfield and Pitcox near Edinburgh. The Group sells soft drinks direct to the impulse market and small shop trade made through sales branches in Scotland and England. The Group's distribution centres delivers to supermarkets, cash and carries and wholesale trade. The Group operates predominantly in the United Kingdom.

2. CLEARLY CDN BEVERAGE CP
(CAN) 2086

PC PLUS DESCRIPTION: Clearly Canadian Beverage Corp., produces and markets premium alternative beverages and products, including Clearly Canadian sparkling flavored water and Clearly Canadian O+2 oxygen enhanced water beverage, which are distributed in the U.S., Canada and various other countries. The U.S. represented apx. 78% of the company's total 2005 sales, Canada 18% and other countries 4%. The company's flagship brand, Clearly Canadian sparkling flavored water, is produced in a 14 oz. (414 ml) glass bottle in six distinctive flavors. In 1998, Clearly Canadian Beverage developed a new oxygen enhanced beverage called Clearly Canadian O+2, which was launched and marketed in the U.S. and Canadian markets through 1999 and 2000. In its unflavored form, Clearly Canadian O+2 is produced

with up to ten times the normal concentration of oxygen naturally found in water. Additionally, Clearly Canadian O+2 also comes in two flavors (Fruit-Citrus and Berry-Citrus) which are produced with up to five times the normal concentration of oxygen. Clearly Canadian Beverage bottles a private label bottled water, using the company's licensed oxygenation technology, for a private label customer. In addition, the company plans to continue negotiations with various parties in connection with the development of additional co-packing opportunities in private label businesses and licensing opportunities in enhanced beverage manufacturing that utilize technologies and expertise developed by the company. The company's products are

considered new age beverages, a category which became identifiable in the mid-1980s. New age beverages are distinguishable from traditional soft drinks in that they generally contain natural ingredients, less sugar, and less, or no, carbonation. New age beverages are traditionally seen as healthful, premium-priced, distinctively packaged and distributed primarily through cold channels represented by convenience stores, delis and specialty stores. The new age beverage category is now generally recognized in the beverage industry to include the following 16 beverage market segments: retail PET (polyethylene terephthalate) waters, enhanced waters, premium soda, nutrient-enhanced fruit drinks, fresh packaged juices, smoothies, regular single-serve fruit beverages, sparkling waters, sports beverages, ready-to-drink coffees, regular ready-to-drink teas, energy drinks, vegetable/fruit juice blends, nutrient-enhanced dairy products, nutrient-

enhanced teas and shelf-stable dairy drinks. Copyright 2006 The McGraw-Hill Companies Inc. All rights reserved. □

SEC DESCRIPTION: The group's principal activities are to produce, distribute and market beverage products and flavoured beverages. the group's products are marketed principally in the united stated and canada. the major products include clearly canadian, sparkling flavored water, clearly canadian o+2, tre limone and reebok beverage. on 22-feb-2002, the group disposed private label co-pack bottling business, cascade clear business and related production assets.

GLOBAL VANTAGE
DESCRIPTION: Clearly
Canadian Beverage Corp.,

produces and markets premium alternative beverages and products, including Clearly Canadian sparkling flavored water and Clearly Canadian O+2 oxygen enhanced water beverage, which are distributed in the U.S., Canada and various other countries. The U.S. represented apx. 78% of the company's total 2005 sales, Canada 18% and other countries 4%. The company's flagship brand, Clearly Canadian sparkling flavored water, is produced in a 14 oz. (414 ml) glass bottle in six distinctive flavors. In 1998, Clearly Canadian Beverage developed a new oxygen enhanced beverage called Clearly Canadian O+2, which was launched and marketed in the U.S. and Canadian markets through 1999 and 2000. In its unflavored form, Clearly Canadian O+2 is produced with up to ten times the normal concentration of oxygen naturally found in water. Additionally, Clearly Canadian O+2 also comes in two flavors (Fruit-Citrus and Berry-Citrus) which are produced with up

to five times the normal concentration of oxygen. Clearly Canadian Beverage bottles a private label bottled water, using the company's licensed oxygenation technology, for a private label customer. In addition, the company plans to continue negotiations with various parties in connection with the development of additional co-packing opportunities in private label businesses and licensing opportunities in enhanced beverage manufacturing that utilize technologies and expertise developed by the company. The company's products are considered new age beverages, a category which became identifiable in the mid-1980s. New age beverages are distinguishable from traditional soft drinks in that they generally

contain natural ingredients, less sugar, and less, or no, carbonation. New age beverages are traditionally seen as healthful, premium-priced, distinctively packaged and distributed primarily through cold channels represented by convenience stores, delis and specialty stores. The new age beverage category is now generally recognized in the beverage industry to include the following 16 beverage market segments: retail PET (polyethylene terephthalate) waters, enhanced waters, premium soda, nutrient-enhanced fruit drinks, fresh packaged juices, smoothies, regular single-serve fruit beverages, sparkling waters, sports beverages, ready-to-drink coffees, regular ready-to-drink teas, energy drinks, vegetable/fruit juice blends, nutrient-enhanced dairy products, nutrient-enhanced teas and shelf-stable dairy drinks. Copyright 2006 The McGraw-Hill Companies Inc. All rights reserved. □

MOODY'S DOMESTIC

DESCRIPTION: (No Description)

SEC DESCRIPTION: (No Description)

MOODY'S INTERNATIONAL

DESCRIPTION: (No Description)

GLOBAL VANTAGE DESCRIPTION:

Nichols plc, along with its subsidiaries, engages in the manufacture and supply of soft drinks and other beverages to the retail, wholesale, vending, catering, licensed, and leisure industries; and the provision of contract packing services to the food industry. Its businesses include nichols foods, vimto soft drinks, nichols international, cabana soft drinks, balmoral, and stockpack. Nichols foods engages in the manufacture and supply of food and beverage products to the foodservice, vending, and retail markets. Vimto soft drinks engages in the manufacture, sales marketing, and licensing of the Vimto brand worldwide. This operation supplies product to retail, wholesale, and cash and carry outlets in the United Kingdom, as well as exports to approximately 60 countries. Nichols international is the

WORLDSCOPE

DESCRIPTION: Clearly Canadian Beverage Corporation. The Group's principal activities are to produce, distribute and market beverage products and flavoured beverages. The Group's products are marketed principally in the United States and Canada. The major products include Clearly Canadian Sparkling Flavored Water and Clearly Canadian O+2.

3. NICHOLS PLC (GBR) 2086

PC PLUS DESCRIPTION: (No Description)

export sales and marketing division of the company, which engages in the manufacture, franchise, and supply of branded and own label non-alcoholic beverages and foods worldwide. Cabana soft drinks supplies soft drinks to approximately 6000 outlets in the licensed trade, liesure, and catering markets. Balmoral supplies hot beverage systems to various blue chip companies in the catering trade and liesure industry. Stockpack, a contract packing operation, offers co-manufacturing and co-packing facilities. Copyright 2006 The McGraw-Hill Companies Inc. All rights reserved. □

MOODY'S DOMESTIC
DESCRIPTION: (No Description)

MOODY'S INTERNATIONAL
DESCRIPTION: (No Description)

WORLDSCOPE DESCRIPTION:
Nichols plc. The Group's principal activity is supplying soft drinks and other beverages to the retail, wholesale, catering licensed and leisure industries. The Group's soft drinks operation is primarily involved in the sales, marketing and licensing of the Vimto, Panda and Sunkist brands, this operation supplies product to all major retail, wholesale and cash and carry customers in the United Kingdom. It also has responsibility for the licensing, manufacture, distribution and promotion of Vimto branded products worldwide. The Beverage Systems operation supplies Cabana Soft Drinks in over 6000 outlets in the licensed trade, leisure and catering markets, with soft drinks on draught. This operation consist of in-house and franchised distributors and provides brand marketing and technical support.

4. SUMOLIS SA (PRT) 2086

MOODY'S

DOMESTIC

DESCRIPTION: (No Description)

PC PLUS DESCRIPTION: (No
Description)

MOODY'S

INTERNATIONAL

DESCRIPTION: (No Description)

SEC DESCRIPTION: (No
Description)

WORLDSCOPE

DESCRIPTION:

GLOBAL VANTAGE
DESCRIPTION: Sumolis -
Companhia Industrial de Frutas e
Bebidas S.A. operates in the fast
moving beverages industry in
Portugal. It manufactures and
bottles Beer; fruit-flavoured
concentrates; juices, nectars, and
enriched beverages; soft drinks;
sports drinks; and water. The
company was founded in 1945
and is based in Carnaxide,
Portugal. Copyright 2006 The
McGraw-Hill Companies Inc. All
rights reserved. □

Sumolis Cia. Ind. De Frutas E Bebidas
SA(SUMOLIS). The Group's principal
activities are the manufacture, marketing,
bottling, sale, export and distribution of
various types of beverages such as soft
drinks, juices, nectars, bottled water, beers
and other related products. The Group also
has operations in the sectors of plastic and
glass bottle manufacturing. The Group
main brands include Sumol, Sucol, Seven-
up, Pepsi, Lipton Ice Tea, Guarana
Antarctica, Moove Ice Coffee and Agua
Serra da Estrela.

ANEXO 4: Información financiera de las compañías independientes seleccionadas como comparables

Información financiera del ejercicio 2005

Compañía	País	SIC	Ventas	Costo de Venta	Gastos Operativos	Depreciacion	Utilidad Operativa	Inventario	Ctas. x Cobrar	Ctas. x Pagar
A.G. BARR P.L.C.	GBR	2086	128,76	57,642	48,425	5,756	16,937	8,274	27,852	4,802
CLEARLY CANADIAN BEVERAGE CORP	CAN	2086	9,9	6,8	2,77	0,122	0,208	0,781	0,475	1,303
NICHOLS PLC	GBR	2086	63,336	28,174	25,403	2,061	7,698	3,972	13,514	6,415
SUMOLIS CIA. IND. DE FRUTAS E BEBIDAS SA	PRT	2086	162,213	124,689	0,000	10,335	2,128	9,809	37,058	11,745

Información financiera del ejercicio 2004

Compañía	País	SIC	Ventas	Costo de Venta	Gastos Operativos	Depreciacion	Utilidad Operativa	Inventario	Ctas. x Cobrar	Ctas. x Pagar
A.G. BARR P.L.C.	GBR	2086	127,222	58,175	49,17	5,554	14,323	9,172	19,211	6,441
CLEARLY CANADIAN BEVERAGE CORP	CAN	2086	11,586	8,048	2,76	0,53	0,248	0,524	0,6	3,278
NICHOLS PLC	GBR	2086	50,741	16,823	61,427	2,993	6,597	3,987	11,679	4,729
SUMOLIS CIA. IND. DE FRUTAS E BEBIDAS SA	PRT	2086	169,036	153,115	1,653	11,142	3,125	12,109	39,441	9,764

Información financiera del ejercicio 2003

Compañía	País	SIC	Ventas	Costo de Venta	Gastos Operativos	Depreciacion	Utilidad Operativa	Inventario	Ctas. x Cobrar	Ctas. x Pagar
A.G. BARR P.L.C.	GBR	2086	125,235	59,817	46,26	5,96	13,198	10,418	18,148	5,706
CLEARLY CANADIAN BEVERAGE CORP	CAN	2086	13,27	9,96	2,743	0,294	0,273	0,63	0,863	2,765
NICHOLS PLC	GBR	2086	97,11	57,069	29,548	3,442	7,051	7,667	18,982	7,958
SUMOLIS CIA. IND. DE FRUTAS E BEBIDAS SA	PRT	2086	170,747	152,764	2,106	10,995	4,882	14,738	41,147	14,686

Información financiera del ejercicio 2002

Compañía	País	SIC	Inventario	Ctas. x Cobrar	Ctas. x Pagar
A.G. BARR P.L.C.	GBR	2086	12,185	18,023	7,538
CLEARLY CANADIAN BEVERAGE CORP	CAN	2086	2,439	1,191	2,788
NICHOLS PLC	GBR	2086	9,068	17,962	7,065
SUMOLIS CIA. IND. DE FRUTAS E BEBIDAS SA	PRT	2086	15,338	42,620	7,838

ANEXO 5: Tabla de aceptación y rechazo de las potenciales compañías comparables

Nombre de la Compañía	País	Aceptadas	Controlada	Distinta actividad de negocio	Distintos Productos	Perdida Operativa Promedio	Insuficiente Información de Negocio	Insuficiente Info finan
A & W Brands Inc	USA							X
Actris Ag	DEU			X				
Aktien-brauerei Kaufbeuren Ag (ws Only)	DEU						X	
Albani Bryggerierne A/s	DNK							X
Allgaeuer Alpenwasser Ag (ws Only)	DEU			X				
Allgaeuer Brauhaus Ag (ws Only)	DEU			X				
Allied Domecq Plc -adr	GBR			X				
American Water Star Inc	USA					X		
Anheuser-busch Cos Inc	USA		X					
Ann Street Group Ltd	GBR							X
Aqua Terrena International Ab (ws Only)	SWE						X	
Aquapenn Spring Water Inc	USA							X
Asconi Corp	USA				X			
Australian Corporate Hldgs	CAN							X
Avani Intl Group Inc	USA					X		
Bacardi Corp -cl A	USA							X
Barr (ag) Plc	GBR	X						
Bavaria Sa	COL		X					
Bayerische Brauholding Ag	DEU							X
Bayreuther Bierbrauerei Ag (ws Only)	DEU						X	
Belhaven Group Plc (the)	GBR			X				
Belvedere Sa	FRA				X			
Berentzen-gruppe Ag	DEU						X	
Berliner Kindl Brauerei Ag	DEU							X
Bevsystems Intl Inc	USA							X
Big Rock Brewery Income Tr	CAN				X			
Blavod Extreme Spirits Plc	GBR				X			
Borthwicks Plc	GBR							X
Boston Beer Inc -cl A	USA				X			
Boulder Brewing Co	USA							X
Brakspear (wh) & Sons Plc	GBR				X			
Brau Und Brunnen Ag	DEU							X
Brauerei Moninger Ag	DEU			X				

Nombre de la Compañía	País	Aceptadas	Controlada	Distinta actividad de negocio	Distintos Productos	Perdida Operativa Promedio	Insuficiente Información de Negocio	Insuficiente Info finan
Brick Brewing Co Ltd	CAN				X			
Britvic Plc	GBR		X					
Brown-forman	USA				X			
Brown-forman -cl B	USA				X			
Buenos Aires Embt -adr B	ARG							X
Buergerliches Brauhaus Ravensburg-lindau (ws Only)	DEU							X
Bulmer (hp) Holdings Plc	GBR							X
Burgerl Brauhs Ingolstadt Ag	DEU			X				
C&c Group Plc	IRL				X			
C.a. Ron Santa Teresa Sa (ws Only)	VEN				X			
Cable Car Beverage Corp	USA							X
Canada Malting Co Ltd	CAN							X
Cargo Connection Logistics	USA			X				
Carling O'keefe Ltd	CAN							X
Carlsberg A/s	DNK				X			
Carlsberg As (ws Only)	DNK				X			
Castle Brands Inc	USA				X			
Cbr Brewing Co Inc -cl A	USA							X
Centralcer-central Cervejas	PRT							X
Cerveceria Backus & Johnston	PER		X					
Cerveceria San Juan Sa	PER			X				
China Food & Beverage Co	USA		X					
Cia Antarctica Paulista	BRA							X
Cia. Industrial Cervecera S.a. (ws Only)	ARG						X	
Cie Fern L'etabl Therm Vichy	FRA							X
Cinba - Cia Bebidas Y Alimen	ARG			X				
Clearly Cdn Beverage Cp	CAN	X						
Coca Cola Embonor Sa (ws Only)	CHL		X					
Coca-cola Beverages	CAN							X
Coca-cola Beverages Plc (uk)	GBR							X
Coca-cola Bottling Gp Sthwst	USA							X
Coca-cola Btlng Cons	USA		X					
Coca-cola Co	USA		X					
Coca-cola Enterprises Inc	USA		X					
Coca-cola Femsa De C V -adr	MEX		X					
Coca-cola Femsa Sa De Cv	MEX		X					

Nombre de la Compañía	País	Aceptadas	Controlada	Distinta actividad de negocio	Distintos Productos	Perdida Operativa Promedio	Insuficiente Información de Negocio	Insuficiente info finan
Coca-cola Hellenic Bottling	GRC		X					
Coca-cola Hellenic Bottling Company S.a. (ws Only)	GRC		X					
Comp Bebidas Americas -adr	BRA		X					
Companhia Fluminense De Refrigerantes (ws Only)	BRA			X				
Compania Cervecerias Unidas	CHL			X				
Continental Beverage & Nutrition Inc (ds Only)	USA			X				
Corby (h.) Distillery -cl A	CAN				X			
Cott Corp Que	CAN		X					
Cruzan International Inc	USA				X			
Damm Sa	ESP				X			
Daniel Thwaites Plc	GBR				X			
Davide Campari Spa	ITA				X			
Delta Beverage Group Inc	USA							X
Diageo Plc -adr	GBR			X				
Didot-bottin	FRA			X				
Dinkelacker Ag	DEU				X			
Dom-brauerei Ag (ws Only)	DEU						X	
Dortmunder Actien-brauerei	DEU							X
Dr Pepper Co	USA							X
Dr Pepper/seven Up	USA							X
Dr. Pepper Btlg Hldgs -cl A	USA							X
Duvel Moortgat Nv	BEL				X			
Eichbaum-brauereien Ag	DEU							X
Eldorado Artesian Sprngs Inc	USA			X				
Embotelladora Andina Sa	CHL		X					
Embotelladora Andina Sa (ws Only)	CHL		X					
Embotelladora Argos Sa De	MEX							X
Embotelladora Latinoamericana Sa (ws Only)	PER			X				
Embotelladoras Arca Sa De Cv	MEX			X				
Embotelladoras Coca-cola Pol	CHL		X					
Embotelladores Valle Anhuac	MEX							X
Eskimo Pie Corp	USA							X
Facile & Company Ab (ws Only)	SWE			X				
Falstaff Brewing Corp	USA							X
Federico Paternina Sa	ESP			X				
Ferco Developpement Sa (ws Only)	FRA							X

Nombre de la Compañía	País	Aceptadas	Controlada	Distinta actividad de negocio	Distintos Productos	Pérdida Operativa Promedio	Insuficiente Información de Negocio	Insuficiente info finan
Fomento Economico Mex -adr	MEX		X					
Fomento Economico Mexicano	MEX		X					
Fomento Economico Mexicano Sa De Cv (ws Only)	MEX		X					
Frederick Brewing Co	USA							X
Gabriel Sedlmayr KgaA (ws Only)	DEU							X
Gilde Brauerei Ag	DEU							X
Glenmorangie Plc	GBR							X
Glenmorangie Plc (ws Only)	GBR							X
Glenmore Distilleries -cl B	USA							X
Grand Marnier	FRA				X			
Great Pines Water Inc	USA							X
Grosch (koninklijke) Nv	NLD			X				
Grupo Continental Sa	MEX			X				
Grupo Embotelladoras Unidas	MEX			X				
Grupo Modelo Sa De Cv	MEX			X				
Guala Closures Group (ws Only)	ITA				X			
Hansen Natural Corp	USA			X				
Harboes Bryggeri A/s	DNK			X				
Hardys & Hansons Plc	GBR			X				
Hartwall Oyj	FIN							X
Hawaiian Natural Water Inc	USA							X
Heileman (g) Brewing	USA							X
Heileman (g) Brewing -old	USA							X
Heineken Espana Sa	ESP							X
Heineken Holding Nv	NLD			X				
Heineken Nv	NLD		X					
Highland Distillers Plc	GBR							X
Holsten-brauerei Ag	DEU				X			
Iceberg Corp America	USA							X
Icee Usa Corp	USA							X
Icy Splash Food & Beverage	USA				X			
Inbev Sa	BEL		X					
Inbev Sa (ws Only)	BEL		X					
Independence Brewing Co	USA							X
Jennings Brothers Plc	GBR			X				
Johnston Coca-cola -cl A	USA							X

Nombre de la Compañía	País	Aceptadas	Controlada	Distinta actividad de negocio	Distintos Productos	Perdida Operativa Promedio	Insuficiente Información de Negocio	Insuficiente info finan
Jones Soda Co	USA			X				
Joseph Holt Plc	GBR							X
Jugos Concentrados Sa	CHL			X				
Jugos Del Valle, S.a. De C.v. (ws Only)	MEX			X				
Kemmerer Bottling Group Inc	USA							X
Kulmbacher Brauerei Ag	DEU				X			
Lakeport Brewing Income Fund (ws Only)	CAN			X				
Lassonde Inds Inc -cl A	CAN			X				
Leading Brands Inc	CAN			X				
Lion Brewery Inc	USA							X
Lowenbrau Ag	DEU							X
M & F Worldwide Corp	USA			X				
Malteria Lima Sa (ws Only)	PER							X
Malteries Franco-belges	FRA				X			
Marie Brizard & Roger Intl	FRA				X			
Marston Thompson & Evershed	GBR							X
Mbc Holding Co	USA							X
Merrydown Plc	GBR							X
Mgp Ingredients Inc	USA			X				
Mineralbrunnen Ag	DEU			X				
Molson Coors Brewing Co	USA				X			
Molson Coors Brwg-pro Forma	USA						X	
Molson Coors Cda Inc	CAN						X	
Molson Coors Cda-pro Forma	CAN						X	
Molson Inc	CAN							X
Molson Inc -cl A	CAN							X
Morland Plc	GBR							X
Mountaintop Corp	USA							X
National Beverage Corp	USA			X				
Nichols Plc	GBR	X						
Noble China Inc	CAN							X
Norwester Brewing Company	USA							X
Nuvm Inc	USA			X				
Olvi Oyj	FIN			X				
Park & Bellheimer Ag	DEU						X	
Pavichevich Brewing	USA							X

Nombre de la Compañía	País	Aceptadas	Controlada	Distinta actividad de negocio	Distintos Productos	Perdida Operativa Promedio	Insuficiente Información de Negocio	Insuficiente info finan
Penford Corp	USA				X			
Pepsi Bottling Group Inc	USA			X				
Pepsi-gemex Sa De Cv	MEX							X
Pepsi-gemex Sa De Cv -gdr	MEX							X
Pepsiamericas Inc	USA		X					
Pepsiamericas Inc-old	USA							X
Pepsico Inc	USA		X					
Pernod Ricard Sa	FRA			X				
Petes Brewing Co	USA							X
Phlo Corp	USA							X
PI Brands Inc	USA							X
Provexis Plc	GBR				X			
Pure World Inc	USA			X				
Pyramid Breweries Inc	USA				X			
Quilmes Indl Quinsa -adr	LUX		X					
Quilmes Industrial Sa (ws Only)	LUX		X					
Radeberger Gruppe (ws Only)	DEU						X	
Radeberger Gruppe Ag	DEU							X
Rc Arbys Corp	USA							X
Redhook Ale Brewery Inc	USA			X				
Robertet Sa	FRA			X				
Robertet Sa (ws Only)	FRA			X				
Rocky Mtn Beverage Co	USA							X
Royal Unibrew	DNK			X				
Sabmiller Plc	GBR		X					
Sabmiller Plc (ws Only)	GBR		X					
San Miguel Sa	ESP							X
Saratoga Beverage Gp -cl A	USA							X
Scbv-soc Com Mnl's Basin Vichy	FRA							X
Scottish & Newcastle Plc	GBR				X			
Scottish & Newcastle Plc (ws Only)	GBR				X			
Senomyx Inc	USA			X				
Sensient Technologies Corp	USA			X				
Seven Up Co-new	USA							X
Seven Up/rc Bottling Co So Ca	USA							X
Shb Stuttgart Invest Ag	DEU			X				

Nombre de la Compañía	País	Aceptadas	Controlada	Distinta actividad de negocio	Distintos Productos	Perdida Operativa Promedio	Insuficiente Información de Negocio	Insuficiente Info finan
Sierra Spring Water Co	USA							X
Sleeman Breweries Ltd	CAN			X				
Snapple Beverage Corp	USA							X
Soc Com Brasserie (co Br Ha)	BEL							X
Spadel International Group	BEL			X				
Spendrups Bryggeri Ab	SWE							X
Staatl Mineralbrunnen Ag	DEU			X				
Ste Des Brasseries De L'ouest Africain (ws Only)	FRA							X
Stearns & Lehman Inc	USA							X
Stokely Van Camp Inc	USA							X
Sumolis Sa	PRT	X						
Tech Flavors & Fragrances Inc	USA			X				
Teisseire France	FRA							X
Texas Bottling Group -cl A	USA							X
Unibra Sa	BEL			X				
Unibroue Inc	CAN							X
Unicer-uniao Cervejaria Sa	PRT							X
Union De Cervecerias Peruanas Backus Y Johnston S.a. (ws Onl)	PER		X					
Universal Food & Beverage Co	USA			X				
Ushers Of Trowbridge Group	GBR							X
Vermont Pure Holdings Ltd	USA			X				
Walker (hiram) Resources Ltd	CAN							X
Wolverhampton & Dudley Brew	GBR			X				
Xstream Beverage Network Inc	USA			X				
Young & Co's Brewery Plc	GBR				X			
Young And Company's Brewery P.l.c. (ws Only)	GBR				X			
Total	239	4	31	60	36	2	11	95