



ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL

FACULTAD DE CIENCIAS HUMANÍSTICAS Y ECONÓMICAS

**“ANÁLISIS COMPARATIVO DEL COSTO DE FINANCIAMIENTO ENTRE
EMISIÓN DE OBLIGACIONES, TITULARIZACIÓN O EMISIÓN DE ACCIONES
DE PACIFICARD S.A.”**

Proyecto de Graduación

Previa a la obtención del Título de:

**Economista con mención en Gestión Empresarial
Especialización Finanzas**

Presentado por:

Raúl R. Rodríguez Mejía

Guayaquil - Ecuador

2008

AGRADECIMIENTO

Agradecer a Dios por todo lo que nos has dado en mi vida, a mi padre y mi madre, a mi hermana en Noruega, Amigos incondicionales, Maestros que han sido parte de nuestra formación Universitaria.

Y agradecer de manera muy especial a nuestro Director de Tesis Ing. Omar Maluk Salem por su colaboración en distintas fases de este crecimiento profesional.

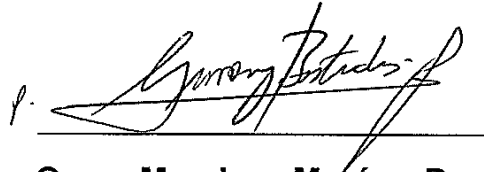
Raúl R. Rodríguez

DEDICATORIA

A Dios por darme sabiduría y luz en este camino de la Vida. A mi padre por apoyarme en esta etapa de mi crecimiento profesional. A mi madre por su apoyo y motivación. A mis amigos por su predisposición de ayuda. A Todos los que me brindaron su mano en tiempo difíciles y a Ernst & Young.

Raúl R. Rodríguez

TRIBUNAL DE GRADUACIÓN



**Ing. Oscar Mendoza Macías, Decano
PRESIDENTE**



**Ing. Omar Maluk Salem
DIRECTOR DE TESIS**



DECLARACIÓN EXPRESA

La responsabilidad del contenido de esta Tesis de Grado,
Corresponde exclusivamente al autor, y al patrimonio intelectual
De la misma ESCUELA SUPERIOR POLITÉCNICA DEL LITORAL



Raúl Ronnie Rodríguez Mejía

ÍNDICE GENERAL

AGRADECIMIENTO	I
DEDICATORIA	II
TRIBUNAL DE GRADUACIÓN	V
DECLARACIÓN EXPRESA	VI
ÍNDICE GENERAL	6
INTRODUCCIÓN	¡Error! Marcador no definido.
CAPÍTULO 1	121
MARCO TEÓRICO	121
1.1. <u>Ley de Mercado de Valores</u>	132
1.2. <u>Conocimiento De Términos Financieros En El Mercado De Valores</u>	¡Error! Marcador no definido.3
1.3. <u>Evaluación de los Tipos de Financiamiento</u> ¡Error! Marcador no definido.	
1.3.1. <u>Tipos De Financiamiento</u>	¡Error! Marcador no definido.
1.3.2. <u>Financiamiento A Corto Plazo.</u>	¡Error! Marcador no definido.8
1.3.3. <u>Fuentes De Largo Plazo</u>	¡Error! Marcador no definido.8
1.3.4. <u>Fuentes De Financiamiento Externo.</u> ¡Error! Marcador no definido.9	
1.3.5. <u>Financiamiento Por Medio De La Cuenta por Cobrar</u> ¡Error! Marcador no definido.2	
1.3.6. <u>Financiamiento Por Medio De Los Inventarios</u>	¡Error! Marcador no definido.2
1.3.7. <u>Financiamiento a Largo Plazo</u>	¡Error! Marcador no definido.8
1.4. <u>Políticas En La Utilización De Los Créditos</u> ¡Error! Marcador no definido.	
CAPÍTULO 2	¡Error! Marcador no definido.9
INFORMACIÓN DE PACIFICARD S.A. COMPAÑÍA ADMINISTRADORA Y EMISORA DE TARJETAS DE CREDITO S.A. GRUPO FINANCIERO BANCO DEL PACIFICO S.A. Y DESCRIPCIÓN GENERAL DEL NEGOCIO	29
2.1. <u>Breve Reseña de la Conformación de Pacificard S.A.</u> .	¡Error! Marcador no definido.0
2.2. <u>Misión y Visión de la Compañía</u>	¡Error! Marcador no definido.2
2.3. <u>Accionistas de Pacificard S.A.</u>	¡Error! Marcador no definido.
2.4. <u>Análisis F.O.D.A.</u>	¡Error! Marcador no definido.3
2.5. <u>Emisiones Realizadas dela Compañía</u>	¡Error! Marcador no definido.4
2.6. <u>Análisis del Mercado de PACIFICARD S.A.</u> ¡Error! Marcador no definido.	
2.6.1. <u>Participación Facturación Junio 2007</u>	36
2.6.2. <u>Planteamiento del Financiamiento de Pacificard S.A</u>	37
2.7. <u>Información Financiera de la Compañía</u>	41
2.8. <u>Ratios Financieros de PacifiCard</u>	¡Error! Marcador no definido.0
2.8.1. <u>Análisis De Los Ratios Financieros</u>	43
2.9. <u>Análisis de Resultados Pacificard desde año 2005 al 2008</u> ¡Error! Marcador no definido.	
2.9.1. <u>Análisis De Los Resultados: Año 2005 al 2006</u>	55
2.9.2. <u>Análisis De Los Resultados: Año 2006 al 2007</u>	60
2.9.3. <u>Análisis De Los Resultados: Año 2007 al 2008</u>	66

<u>DETERMINACIÓN DE LA FORMA OPTIMA DE FINANCIAMIENTO DE PACIFICARD S.A</u>	72
3.1 <u>Evaluación de la Operación De Negocio En Los Próximos 5 Años</u>	¡Error! Marcador no definido.
3.2.1. <u>Supuestos para la Proyección del Balance General</u>	70
3.2.2. <u>Supuestos para la Proyección del Estado de Resultados</u>	¡Error! Marcador no definido.2
3.2 <u>Análisis de Sensibilidad</u>	¡Error! Marcador no definido.
3.2.1. <u>Simulación Cystal Ball con Proyecto</u>	¡Error! Marcador no definido.7
3.3 <u>Análisis de los Costos de Financiamiento</u>	¡Error! Marcador no definido.
3.3.1. <u>Comparación de los Costos Totales de los Instrumentos del Mercado de Valores con respecto al Costo del Crédito del Sistema Financiero</u>	81
3.3.2. <u>Costo del Sistema Financiero (Bancos Privados)</u>	83
3.3.3. <u>Costos Totales de los Mecanismos de Financiamiento del Mercado de Valores</u>	85
<u>CONCLUSIONES</u>	¡Error! Marcador no definido.
<u>RECOMENDACIONES</u>	¡Error! Marcador no definido.
<u>BIBLIOGRAFÍA</u>	97

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 2.5 Emisiones de Pacificard S.A.	32
Gráfico 2.6 Estimado de Número de tarjetas de crédito por tipo de tarjeta y emisor	33
Gráfico 2.6.1 Estimado de facturación de tarjeta de crédito por tipo de tarjeta y emisor	34
Gráfico 2.6.2 Market Share Mastercard por competidor	35
Gráfico 2.6.3 Distribución de consumo de Extranjero en Ecuador.....	37
Gráfico 2.6.4 Flujos trimestrales esperados de pago de los valores emitidos.....	38
Gráfico 2.6.2 Exportaciones Anuales de Cristalería del Ecuador S.A.....	48
Gráfico 2.9.1 Evolución de la Financiación con Banco del Pacífico (2005 – 2006).....	55
Gráfico 2.9.1.1 Captaciones Público (2005 – 2006).....	56
Gráfico 2.9.1.2 Cartera Total Pacificard (2005 – 2006).....	57
Gráfico 2.9.1.3 Facturación Total Pacificard (2005 – 2006).....	56
Gráfico 2.9.2 Evolución de la Financiación con Banco del Pacífico (2006 – 2007).....	60

Gráfico 2.9.2.1	Cartera Total Pacificard S.A. (2006 – 2007)	61
Gráfico 2.9.2.2	Captaciones del Público (2006 – 2007)	63
Gráfico 2.9.2.3	Facturación Total Pacificard (2006 – 2007)	64
Gráfico 2.9.3	Evolución de la Financiación con Banco del Pacífico (2007 – 2008)	65
Gráfico 2.9.3.1	Cartera Total (2007 – 2008)	66
Gráfico 2.9.3.2	Captaciones del Público (2007 – 2008)	67
Gráfico 2.9.3.3	Facturación Total Pacificard (2007 – 2008)	68
Gráfico 3.3	Tablas de costos por emisión	80

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 2.5: Emisión de Pacificard S.A.	34
Tabla 2.8: Ratios Financieros Pacificard	41
Tabla 2.8.1: Balance General de Pacificard S.A.	52
Tabla 2.8.2: Análisis Vertical del Balance General de Pacificard S.A.	53
Tabla 2.8.3: Análisis Vertical del P&G de Pacificard S.A.	54
Tabla 3.1.2: Proyección de BG y P&G de Pacificard S.A.	75
Tabla 3.2.1: Flujo de caja en percentiles	79
Tabla 3.3.2: Tasas cobradas por Sector	83
Tabla 3.3.3.1: Costos de emisiones de obligaciones	86
Tabla 3.3.3.2: Costos de Papel Comercial	87
Tabla 3.3.3.3: Costos de Titularización.....	87

INTRODUCCIÓN

La Ley de Mercados de Valores establece algunos mecanismos de financiamiento a través de la emisión de valores, como son: las obligaciones a largo plazo, el papel comercial u obligaciones a corto plazo, y valores de procesos de titularización. De hecho, los costos que implican la aplicación de estos tres mecanismos serán motivo de análisis.

Estas herramientas permiten a los emisores poder contar con recursos para solventar sus gastos operativos, reestructurar sus pasivos para mejorar su posición financiera, ampliar o modernizar su maquinaria y equipo, ejecutar proyectos específicos, y promover la innovación tecnológica, con plazos mayores y a un costo financiero menor al ofrecido por el sistema financiero tradicional.

Esta hipótesis anterior se pretende confirmar con el presente análisis, así como establecer en detalle los diferentes costos que implica realizar una emisión

de valores, haciendo un análisis comparativo de los costos de las emisiones consideradas.

CAPÍTULO 1

MARCO TEÓRICO

Para el desarrollo del proyecto `Análisis Comparativo del Costo de Financiamiento entre emisión de obligaciones, titularización o emisión de acciones_': Caso Pacificard S.A.(Compañía administradora y emisora de tarjetas de crédito, Grupo Financiero Banco del Pacífico S.A.) se analizan los costos que implican la aplicación de estos tres mecanismos los cuales serán motivo de análisis. Además efectuaremos un resumen de la normativa a que se atañe nuestro tema a tratar.

1.1. Ley de Mercado de Valores

La presente Ley tiene por objeto promover un mercado de valores organizado, integrado, eficaz y transparente, en el que la intermediación de valores sea competitiva, ordenada, equitativa y continua, como resultado de una información veraz, completa y oportuna.

El ámbito de aplicación de esta Ley abarca el mercado de valores en sus segmentos bursátil y extrabursátil, las bolsas de valores, las asociaciones gremiales, las casas de valores, las administradoras de fondos y fideicomisos, las calificadoras de riesgo, los emisores, las auditoras externas y demás participantes que de cualquier manera actúen en el mercado de valores.

También son sujetos de aplicación de esta Ley, el Consejo Nacional de Valores y la Superintendencia de Compañías, como organismos regulador y de control, respectivamente.

1.2. Conocimiento de términos financieros en el mercado de valores

Debemos de considerar, primeramente que un valor es un derecho o conjunto de derechos de contenido esencialmente económico, negociables en el mercado de valores.

En el mercado de valores existen dos tipos de mercado, el primero es el *Mercado Bursátil* quien esta conformado por ofertas, demandas y negociaciones de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores y en las bolsas de valores, realizadas en éstas por los intermediarios de valores autorizados

El segundo es el *Mercado Extrabursátil*, el cual se desarrolla fuera de las bolsas de valores, con la participación de intermediarios de valores autorizados e inversionistas institucionales, con valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores.

Las **bolsas de valores** son las corporaciones civiles, sin fines de lucro, autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, que tienen por objeto brindar a sus miembros los servicios y mecanismos requeridos para la negociación de valores.

Podrán realizar las demás actividades conexas que sean necesarias para el adecuado desarrollo del mercado de valores, las mismas que serán previamente autorizadas por el C.N.V..

Los beneficios económicos que produjeren las bolsas de valores deberán ser reinvertidos en el cumplimiento de su objeto.

En el Ecuador, existen dos bolsas de valores las cuales son:

- Bolsa de Valores de Quito (<http://www.bvq.fin.ec/>)
- Bolsa de Valores de Guayaquil (<http://www.mundobvg.com/>)

Las **casas de valores** son compañías anónimas autorizadas y controlada por la Superintendencia de Compañías para ejercer la intermediación de valores, cuyo objeto social único es la realización de las actividades previstas en esta Ley.

Las **administradoras de fondos** son compañías o sociedades anónimas cuyo objeto es administrar fondos de inversión, negocios fiduciarios, actuar como emisores de procesos de titularización y representar fondos internacionales de inversión.

Las **calificadoras de riesgo** son sociedades anónimas o de responsabilidad limitada, autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías, que tienen por objeto principal la calificación del riesgo de los valores y emisores. Estas sociedades podrán efectuar, además actividades complementarias con su objeto principal.

Se entenderá por **auditoria externa** como la actividad que realicen personas jurídicas, que, especializadas en esta área, den a conocer su opinión

sobre la razonabilidad de los estados financieros para representar la situación financiera y los resultados de las operaciones de la entidad auditada. También estas entidades podrán expresar sus recomendaciones respecto de los procedimientos contables y del sistema de control interno que mantiene el sujeto auditado.

1.3 Evaluación de los tipos de Financiamiento

Fuentes de Financiamiento

Toda empresa, pública o privada, requiere de recursos financieros (capital) para realizar sus actividades, desarrollar sus funciones actuales o ampliarlas, iniciar nuevos proyectos de inversión, ampliar sus instalaciones, comprar activos, ejecutar proyectos de desarrollo económico-social, obtener liquidez para sus operaciones, etc.

Una compañía debe analizar no solo sus necesidades de financiamiento, sino también los instrumentos en los cuales se basará para obtener este financiamiento. La mejor decisión de inversión se dará en el momento en que las compañías analicen las ventajas y desventajas que trae consigo cada instrumento financiero, teniendo en cuenta la industria en la cual desempeña sus actividades.

1.3.1. Tipos de financiamiento

Para financiar sus recursos escasos y sus nuevos proyectos de inversión, una compañía puede optar por financiar su capital vía recursos propios, también llamadas `Fuentes internas_ o vía recursos de terceros, también llamadas `Fuentes Externas_.

La decisión de cómo financiarse dependerá del plazo para el cual se lo requiera, así como de los costos que esto implicaría y la posición financiera en la cual quedaría la compañía en el caso de optar por alguna de las opciones de financiamiento. A continuación se resume un mayor detalle sobre la procedencia de éstos recursos:

Las **Fuentes internas**, son aquellas generadas dentro de la empresa como resultado de sus operaciones y promoción, entre éstas se encuentran:

a) **Aportaciones de los Socios:** Se refiere a las aportaciones de los socios en el momento de la constitución legal de la sociedad (capital social) o mediante nuevas aportaciones con el fin de aumentar éste.

b) **Utilidades Reinvertidas:** Se refiere a la utilidad generada por la empresa en años anteriores e incluso el ejercicio contable recientemente concluido. Este recurso se utiliza generalmente para el financiamiento del

capital de trabajo de una compañía. Una empresa puede decidir entre repartir dividendos en efectivo o reinvertirlos, la decisión de reinversión es la que genera un mayor valor a la empresa pues inyecta capital a la misma para suplir necesidades de la Compañía.

Las **Fuentes externas**, son aquellas otorgadas por terceras personas ajenas a la empresa, los cuales se constituirían en acreedores de la compañía dependiendo del tipo de instrumento financiero que hubiese sido obtenido, entre éstas se mencionan las siguientes:

1.3.2 Financiamientos a corto plazo

Los Financiamientos a Corto Plazo, están conformados por:

1. Créditos Comerciales
2. Créditos Bancarios
3. Pagarés
4. Líneas de Crédito
5. Papeles Comerciales
6. Financiamiento por medio de las Cuentas por Cobrar
7. Financiamiento por medio de los Inventarios.

1.3.3 Fuentes de Largo Plazo

Los Financiamientos a Largo Plazo, están conformados por:

1. Hipotecas
2. Acciones
3. Bonos
4. Titularizaciones

1.3.4 Fuentes de Financiamiento Externas

a) Fuentes de Corto Plazo

Dentro de las opciones de financiamiento de corto plazo se encuentran los créditos comerciales y bancarios, pagarés, líneas de crédito, papeles comerciales, y financiamientos vía cuentas por cobrar e inventarios. Para poder obtener una mayor perspectiva acerca de las ventajas y desventajas de cada una de estas fuentes de financiamiento, a continuación se mencionan algunos puntos relevantes de cada instrumento de financiación:

b) Crédito Comercial:

El crédito comercial se refiere al uso que se le hace a las cuentas por pagar de la empresa, al pasivo a corto plazo acumulada, a los impuestos a pagar, las cuentas por cobrar y al financiamiento de inventario.

El crédito comercial tiene su importancia en que es un uso inteligente de los pasivos a corto plazo de la empresa, es la obtención de recursos de la manera menos costosa posible. Por ejemplo las cuentas por pagar constituyen una forma de crédito comercial, ya que son los créditos a corto plazo que los proveedores conceden a la empresa.

c) Crédito Bancario:

Es un tipo de financiamiento a corto plazo mediante el cual una institución Bancaria otorga a una persona natural o jurídica, recursos que le permitirán seguir con sus operaciones de negocio de acuerdo a las metas fijadas y las expectativas pertinentes. En los préstamos bancarios por lo general, se firman contratos de préstamos en donde se establece el cobro de una tasa de interés como costo de la deuda, además de una serie de requisitos que deberán ser presentados en el momento de la aplicación al crédito, entre éstos se encuentran:

- a) La finalidad del préstamo.
- b) La cantidad que se requiere.
- c) Un plan de pagos definido.
- d) Pruebas de la solvencia de la empresa.

e) Un plan bien trazado de cómo la empresa se va a desenvolverse en el futuro y con ello lograr una situación que le permita pagar el préstamo.

f) Una lista con avales y otras garantías que la empresa está dispuesta a ofrecer.

d) Pagaré:

Es un instrumento negociable, es una "promesa" incondicional por escrito, dirigida de una persona a otra, firmada por el formulante del pagaré, en donde se compromete a pagar a su presentación, en una fecha fija o tiempo futuro determinable, cierta cantidad de dinero junto con los intereses a una tasa especificada a la orden y al portador.

e) Línea de Crédito:

La línea de crédito significa dinero siempre disponible en el banco, pero durante un período convenido de antemano. En este caso cada empresario deberá ir a solicitar este tipo de servicios a la institución bancaria, la cual se comprometerá a prestarle a la compañía una cantidad máxima, y dentro un período determinado, en el momento que lo solicite.

f) Papeles Comerciales:

Esta fuente de financiamiento a corto plazo, consiste en los pagarés no garantizados de grandes e importantes empresas que adquieren los bancos, las compañías de seguros, los fondos de pensiones y algunas empresas industriales que desean invertir a corto plazo sus recursos temporales excedentes. Se negocia dentro del mercado de valores.

El papel comercial como fuente de recursos a corto plazo, es menos costoso que el crédito bancario y es un complemento de los préstamos bancarios usuales.

1.3.5. Financiamiento por medio de la Cuentas por Cobrar

Consiste en vender las cuentas por cobrar de la empresa a un factor (agente de ventas o comprador de cuentas por cobrar) conforme a un convenio negociado previamente, con el fin de conseguir recursos para invertirlos en ella.

1.3.6 Financiamiento por medio de los Inventarios

Para este tipo de financiamiento, se utiliza el inventario de la empresa como garantía de un préstamo, en este caso el acreedor tiene el derecho de tomar posesión de esta garantía, en caso de que la empresa deje de cumplir. Al

momento de hacerse la negociación, se exige que los artículos sean duraderos, identificables y puedan ser vendidos al precio que prevalezca en el Mercado.

1.3.7 Financiamientos a largo plazo

Así como existen instrumentos financieros negociados en el corto plazo, también existen opciones de financiamiento a largo plazo. A continuación se mencionan algunos puntos relevantes de cada instrumento:

a) Hipoteca

La Hipoteca se da cuando una propiedad del deudor pasa a manos del prestamista (acreedor) a fin de garantizar el pago del préstamo. Una hipoteca no es una obligación a pagar por que el deudor es el que otorga la hipoteca y el acreedor es el que la recibe, en caso de que el prestamista o acreedor no cancele dicha hipoteca, ésta le será arrebatada y pasará a manos del prestatario o deudor.

La finalidad de las hipotecas para el prestamista es obtener algún activo fijo, mientras que para el prestatario es el tener seguridad de pago por medio de dicha hipoteca, así como el obtener

b) Acciones

Es la participación patrimonial o de capital de un accionista, dentro de la organización a la que pertenece. Las acciones son importantes, ya que miden el nivel de participación y lo que le corresponde a un accionista por parte de la organización a la que representa, bien sea por concepto de dividendos, derechos de los accionistas, derechos preferenciales, etc.

Las acciones se clasifican en:

- **Acciones Preferentes:** son aquellas que forman parte del capital contable de la empresa, su posesión da derecho a las utilidades de la empresa, hasta cierta cantidad, y a los activos de la misma. En caso de liquidación , también se dan utilidades, hasta cierta cantidad.
- **Acciones Comunes:** El accionista tiene una participación residual sobre las utilidades y los activos de la empresa, después de haberse satisfecho las reclamaciones prioritarias por parte de los accionistas preferentes. Para elegir entre un tipo acciones u otra, se debe tomar aquella que sea la mas apropiada como fuente de recurso a largo plazo para el inversionista.

- **Bonos:** Es un instrumento escrito certificado, en el cual el prestatario hace la promesa incondicional, de pagar una suma especificada y en una fecha determinada, junto con los intereses calculados a una tasa determinada y en fechas determinadas. La emisión de bonos puede ser ventajosa si sus accionistas no comparten su propiedad y las utilidades de la empresa con nuevos accionistas.

El que tiene un bono es un acreedor; un accionista es un propietario. La mayor parte de los bonos tienen que estar respaldados por activos fijos tangibles de la empresa emisora, esto significa para el propietario de un bono, una mayor protección a su inversión.

El tipo de interés que se paga sobre los bonos es, generalmente menor, a la tasa de dividendos que reciben las acciones de una empresa.

Cada emisión de bonos está asegurada por una hipoteca que se le conoce como "Escritura de Fideicomiso".

La persona dueña del bono, recibe una reclamación o gravamen, por la propiedad que ha sido ofrecida como seguridad para el préstamo.

Si el préstamo no es cubierto por el prestatario, la organización que es el fideicomiso, puede iniciar un acción legal, con el fin de rematar la

propiedad hipotecada, luego el valor obtenido de la venta se aplicad al pago del adeudo.

La escritura de fideicomiso de estos bonos, no puede mencionar a los acreedores, como se hace cuando se trata de una hipoteca directa entre dos personas. La empresa prestataria escoge como representantes de los futuros propietarios de bonos a un banco o una organización financiera para hacerse cargo del fideicomiso.

La escritura de fideicomiso transfiere el titulo sobre la propiedad hipotecada, al fideicomisario.

Los intereses sobre un bono son cargos fijos al prestatario, tales deben ser cubiertos a su vencimiento si es que se desea evitar una posible cancelación anticipada del préstamo. Los intereses sobre los bonos tienen que pagarse a las fechas especificadas en los contratos.

Cuando una empresa expide bonos debe estar bien segura de que el uso del dinero tomado en préstamo resultará utilidad neta y superior al costo de los intereses del propio préstamo.

c) Arrendamiento Financiero

Contrato que se negocia entre el propietario de los bienes (acreedor) y la empresa (arrendatario), a la cual se le permite el uso de esos bienes durante un período determinado y mediante el pago de una renta específica, las estipulaciones pueden variar según sea la situación y las necesidades de cada una de las partes.

La importancia del arrendamiento radica en la flexibilidad que presta para la empresa, da posibilidades de adoptar un cambio de planes inmediato, de emprender una acción no prevista con el fin de aprovechar una buena oportunidad o de ajustarse a los cambios que ocurran en medio de la operación.

El arrendamiento se presta por partes, lo que permite a la empresa recurrir a este medio para adquirir pequeños activos.

Los pagos de arrendamiento son deducibles del impuesto como gasto de operación.

El arrendamiento puede ser para la empresa, la única forma de financiar la adquisición de activo.

1.4. Políticas en la utilización de los créditos

Las inversiones a largo plazo (construcción de instalaciones, maquinaria, etc.) deben ser financiadas con créditos a largo plazo, o en su caso con capital propio, esto es, nunca debemos usar los recursos circulantes para financiar inversiones a largo plazo, ya que provocaría la falta de liquidez para pago de sueldos, salarios, materia prima, etc.

Los compromisos financieros siempre deben ser menores a la posibilidad de pago que tiene la empresa, de no suceder así la empresa tendría que recurrir a financiamiento constantes, hasta llegar a un punto de no poder liquidar sus pasivos, lo que en muchos casos son motivo de quiebra.

Toda inversión genera flujos, los cuales son analizados en base a su valor actual.

Los créditos deben ser suficientes y oportunos, con el menor costo posible y que alcancen a cubrir cuantitativamente la necesidad por el cual fueron solicitados.

Buscar que las empresas mantengan estructura sana.

CAPÍTULO 2

INFORMACIÓN DE PACIFICARD S.A. COMPAÑÍA ADMINISTRADORA Y EMISORA DE TARJETAS DE CREDITO S.A. GRUPO FINANCIERO BANCO DEL PACIFICO S.A. Y DESCRIPCION DEL NEGOCIO

En la siguiente sección trataremos: Antecedentes, información general de la compañía, Misión y visión, Emisiones realizadas, visión general de la economía ecuatoriana a la fecha de realización del presente trabajo, análisis general del mercado al que pertenece la compañía, un análisis de las cinco

fuerzas de Porter, e inclusive se presentará un análisis FODA para identificar las fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas que enfrenta la empresa en el mercado local.

La información presentada a continuación dará una idea general del negocio y servirá como información histórica para la determinación de supuestos y comprensión de las decisiones tomadas por la administración de la empresa en estudio.

2.1. Breve reseña de la conformación de Pacificard S.A.-

La Compañía se constituyó en el año 1980 y a partir del 29 de abril del 2003, mediante Resolución No SBS-2003-0305 expedida por la Superintendencia de Bancos y Seguros, cambió su razón social de Mastercard del Ecuador S. A. al de Pacificard S. A. Compañía Emisora y Administradora de Tarjetas de Crédito, Grupo Financiero Banco del Pacífico. Su actividad principal es la de prestar servicios de carácter financiero mediante la emisión, administración y financiamiento de la tarjeta de crédito Mastercard, a través de la licencia concedida por Mastercard International Incorporated. Adicionalmente, la Compañía está autorizada para captar recursos financieros del público. Las operaciones de la Compañía están normadas por la Ley General de Instituciones del Sistema Financiero y controladas por la Superintendencia de Bancos y

Seguros de Bancos y Seguros (entidad supervisora de las actividades de bancos y grupos financieros), de acuerdo con las disposiciones legales vigentes en el Ecuador.

Cabe indicar que el 5 de marzo de 2003 Pacificard celebró un contrato con Casa Matriz. cuyo objeto es el de dedicarse a la promoción y operación de la tarjeta `Visa Banco del Pacífico_, la cual será utilizada en los diferentes establecimientos comerciales y a través de la red de cajeros automáticos del país. Mediante este convenio, el Banco del Pacífico S. A. se compromete a aperturar a los tarjetahabientes previamente analizados por Pacificard, una línea de crédito por el tiempo de vigencia de la respectiva tarjeta, la cual respaldará su utilización. Por otro lado, el Banco del Pacífico S. A. cancelará a Pacificard los valores consumidos por los tarjetahabientes en la medida en que Pacificard, le notifique los respectivos consumos. El interés vigente por este concepto, es decir la que se cobra a los tarjeta habientes resulta ser la tasa máxima convencional vigente en el mercado la cual es fijada por el Banco Central del Ecuador, y que resulta ser la misma tasas de interés a pagarse al Banco del Pacífico S. A. por este financiamiento. A pesar de que no existe margen en dicha operación a favor de la Compañía, los únicos ingresos a percibir para la Compañía son los costos que se cargan a los tarjeta habientes por mantenimiento y manejo de cuentas, así como las comisiones ganadas con establecimientos afiliados por los consumos realizados por los tarjeta habientes.

Debemos señalar lo siguiente: la Compañía obtiene de su accionista (Banco del Pacífico S. A.) el financiamiento para sus tarjeta habientes de la línea MasterCard. Dicha cartera es registrada como una cartera contingente y en caso de que dichos tarjeta habientes presenten problemas de pago en sus haberes, la Compañía intercambia dicha cartera contingente (cuenta No. 6) por una cartera propia (cuenta No. 14), es decir la Compañía asume el riesgo de recuperación de la cartera; Este tipo de operaciones no sucede con las tarjetas VISA, puesto que son de propiedad del accionista.

2.2. Misión y Visión de la Compañía.

Misión

PacifiCard ofrece los mejores servicios financieros de crédito y pago. Gracias a la más alta tecnología que permite reducir costos, brindamos mejor servicio y obtenemos mayor rentabilidad, beneficiando así a empleados, accionistas y la sociedad.

Visión

Todo ecuatoriano sujeto de crédito usando una PacifiCard.

2.3 Accionistas de Pacificard S.A.

El Banco del Pacífico S. A., propietario del 99.99% del capital social de la Compañía, se hace responsable de las pérdidas patrimoniales de las instituciones integrantes del Grupo.

2.4 Análisis F.O.D.A.

Fortalezas

- Imagen y posicionamiento de Marca.
- Experiencia en el mercado
- Tecnología avanzada
- Portafolio de Socios (Tarjetahabientes)
- Capacidad Instalada

- Manejo de costos
- Certificación ISO 9001-2000

Debilidades

- Remuneración del personal más baja que el promedio del Industria.
- Proceso de comunicación interna.
- Servicio de Datafast.

Oportunidades

- Crecimiento en el sector Consumo
- Mercado Prepago inexplorado
- Alto uso del efectivo y cheque como medio de pago.
- Tarjeta Chip

Amenazas

- Posibles nuevos competidores por rentabilidad del negocio (emisor y adquirente)
- Incremento poder negociación
- Crédito directo comercios
- Crecimiento en el manejo de compras.
- Incertidumbre política y económica / cambios sistema financiero.

2.5 Emisiones Realizadas por Pacificard S.A.

Tabla 2.5 Emisión de Pacificard S.A.

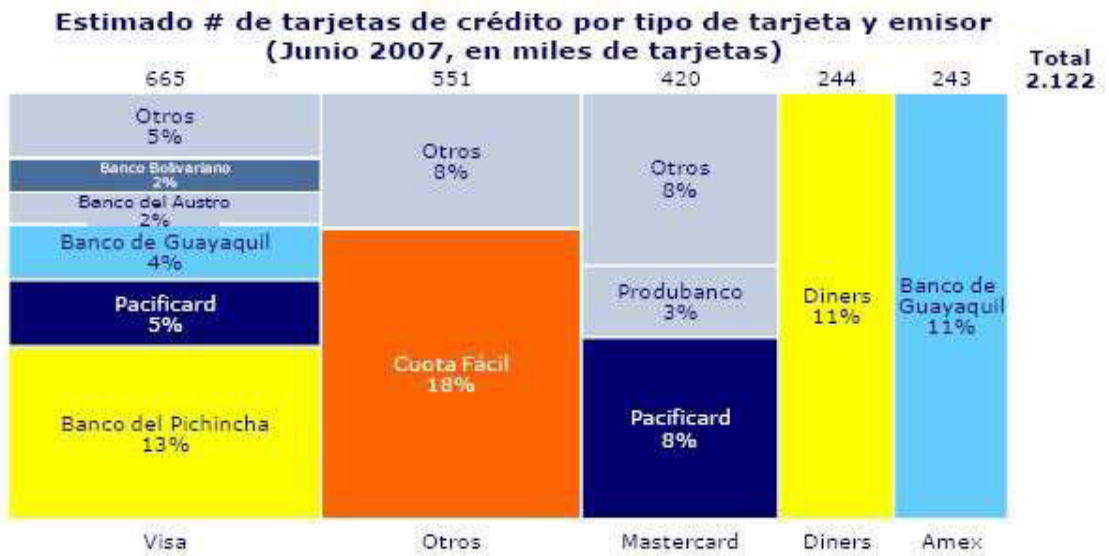
Emisiones Pacificard S.A.	Monto total Inversión	Monto mínimo a invertir	% Interés	Plazo
Fideicomiso Mercantil Irrevocable "Titularización Mastercard - Flujos del Exterior	8,000,000.00	10,000.00	8%	1 años
Segunda Titularización de Flujos del Exterior PacifiCard. MasterCard	43,000,000.00	10,000.00	8%	3 años
		25,000.00	9%	

2.6 Análisis de Mercado PACIFICARD S.A.

Pacificard S.A., fue la primera empresa del país que obtuvo licencia para operar la tarjeta de crédito Mastercard y la manejó de forma exclusiva hasta el año 2000. A partir de esa fecha, Mastercard Internacional abrió la emisión a

otros bancos del Ecuador, sin embargo Pacificard ha mantenido su reconocido liderazgo en el mercado como principal emisor Mastercard en el Ecuador. El cuadro siguiente muestra el total de tarjetas que maneja actualmente cada grupo financiero emisor.

Gráfico 2.6 Estimado de Número de tarjetas de crédito por tipo de tarjeta y emisor

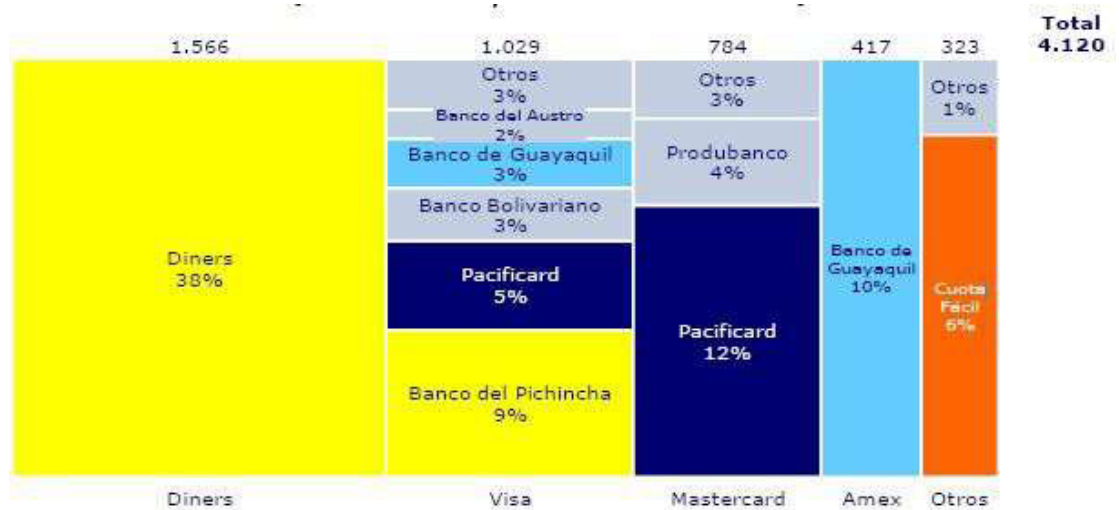


Elaborado: Zerderbauer Consultancy

Pacificard S.A., ocupa el segundo lugar en facturación a nivel nacional

2.6.1 Participación mercado Facturación año completo a Junio 2007

Gráfico 2.6.1 Estimado facturación de tarjetas de crédito por tipo de tarjeta y emisor

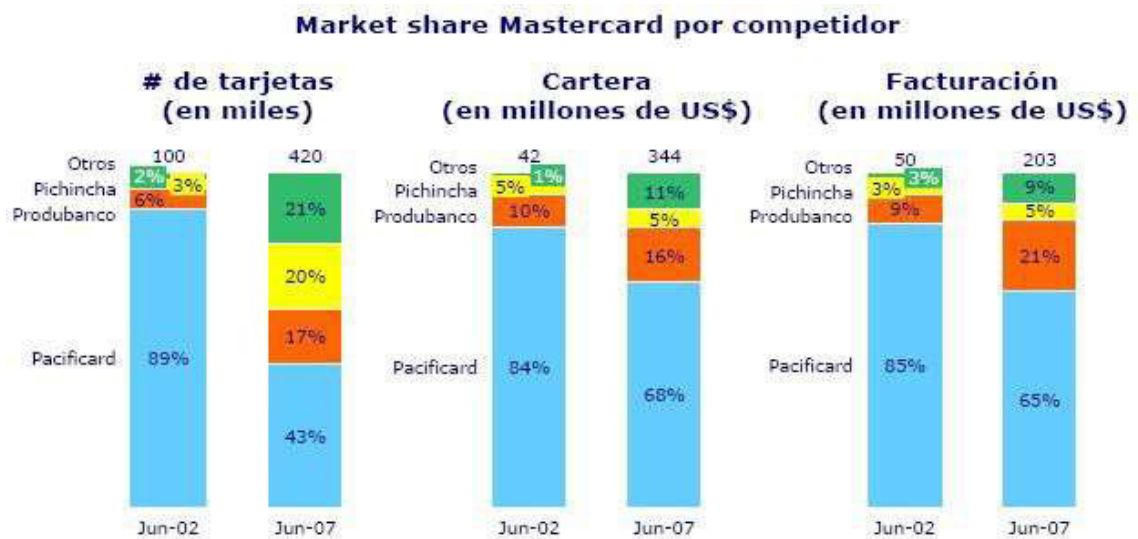


Elaborado: Zerderbauer Consultancy

Como podemos apreciar, Pacificard ocupa el 2do lugar, aunque si se considera que el producto Diners Club de la emisora Sociedad Financiera Diners Club, principalmente es una tarjeta de consumo y no de crédito, entonces Pacificard S.A., ocuparía el 1er lugar de facturación

Si se analiza solamente la participación de Pacificard S.A., como emisor de Mastercard, se comprueba que es la empresa líder tanto en facturación, como en número de tarjetahabientes, con una ventaja sustancial respecto de su inmediato competidor.

Gráfico No. 2.6.2 Market Share Mastercard por competidor



Elaborado: Zerderbauer Consultancy

2.6.2 Planteamiento del Financiamiento que ha venido obteniendo Pacificard S.A.

Como medida de financiamiento propia Pacificard S.A., ha optado por emitir la segunda titularización de flujos futuros del exterior – Mastercard.

Esto consiste en los derechos de cobro asociados a la recaudación futura de los consumos rotativos realizados por personas extranjeras en el Ecuador, así como por los retiros de efectivo realizados en las oficinas de Pacificard S.A. y del Banco del Pacífico en el Ecuador y además los relacionados a los avances de efectivo en la red de cajeros automáticos CIRRUS.

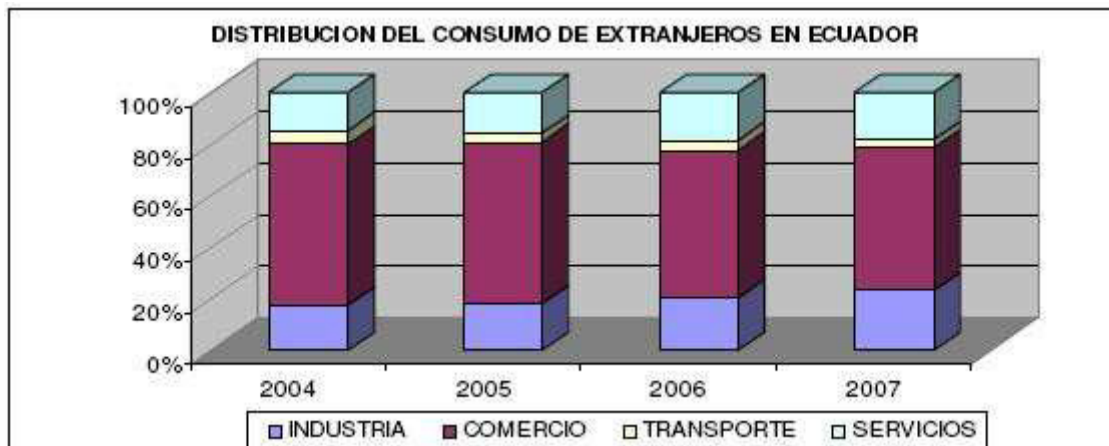
Es necesario entender que las operaciones de extranjeros en el Ecuador, son registradas por Pacificard S.A. y presentadas para su cobro ante la empresa Mastercard International, la cual tiene su base en San Luis, California. Esta empresa a su vez, una vez conocido el valor a cubrir, lo cancela mediante transferencia bancaria en cuenta del exterior en el término de 24 horas.

Por lo anterior, en este proceso de titularización, no resulta relevante conocer el comportamiento de la cartera o su morosidad, ya que no es el tarjeta habiente el que paga los consumos sino la firma Mastercard International, lo que asegura totalmente el cumplimiento de los valores a emitirse.

Los consumos de los extranjeros por criterio por criterio de destino de su gasto en Ecuador se observó su distribución desde 2004 hasta septiembre 2007:

- Más de la mitad del gasto se destinó al consumo y comercio.
- Importancia la industria, dentro de la cual destacan alimentos y bebidas, e incluso textil, lo que representa un dato importante de ser considerado.
- Salud y educación.
- Provisión de servicios de transporte.

Gráfico 2.6.3 Distribución de consumo de Extranjeros en Ecuador



Elaborado: Zerderbauer Consultancy

En esta titularización se podrán emitir valores por un monto de US\$ 43,000,000 por dos series.

Serie A

Denominación: VTC ─ Segunda Pacificard ─ Serie A

Monto: Hasta US\$ 10,000,000

Plazo: 1080 días

Tasa de interés: Reajutable cada 90 días

Tasa de interés – 1er. Período: 8.00%

Tasa de interés – períodos posteriores: Tasa Pasiva Referencial BCE + 2.5%

Amortización de Capital: Trimestral

Pago de Interés: Trimestral

Serie B

Denominación: VTC – Segunda Pacificard – Serie A

Monto: Hasta US\$ 33,000,000

Plazo: 1080 días

Tasa de interés: Reajutable cada 90 días

Tasa de interés – 1er. Período: 8.50%

Tasa de interés – períodos posteriores: Tasa Pasiva Referencial BCE + 3%

Amortización de Capital: Trimestral

Pago de Interés: Trimestral

Gráficos 2.6.4 Flujos trimestrales esperados de pago de los valores emitidos

GLOBAL	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
EMISION	-43,000,000										
INTERESES		847,500	796,875	750,250	701,625	653,000	604,375	555,750	507,125	458,500	409,875
CAPITAL		2,483,333	2,483,333	2,483,333	2,483,333	2,483,333	2,483,333	2,483,333	2,483,333	2,483,333	2,483,333
DIVIDENDOS	-43,000,000	3,330,833	3,282,208	3,233,583	3,184,958	3,136,333	3,087,708	3,039,083	2,990,458	2,941,833	2,893,208
CAPITAL REDUCIDO	43,000,000	40,516,667	38,033,333	35,550,000	33,066,667	30,583,333	28,100,000	25,616,667	23,133,333	20,650,000	18,166,667

GLOBAL	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	
EMISION											
INTERESES	361,250	312,825	264,000	231,000	198,000	165,000	132,000	99,000	66,000	33,000	6,148,750
CAPITAL	2,463,333	2,493,333	1,650,000	1,650,000	1,650,000	1,650,000	1,650,000	1,650,000	1,650,000	1,650,000	43,800,000
DIVIDENDOS	2,844,583	2,785,658	1,814,000	1,861,000	1,848,000	1,818,000	1,782,000	1,749,000	1,716,000	1,683,000	51,148,750
CAPITAL REDUCIDO	15,683,333	13,200,000	11,550,000	9,600,000	8,250,000	6,600,000	4,950,000	3,300,000	1,650,000	0	

Elaborado: Prospecto de Titularización(<http://www.mundobvg.com/>)

Estos títulos según la calificadora de riesgo BankWatchRatings S.A., otorga una calificación AAA para ambas series.

El objetivo de financiarse mediante la titularización consiste en captar inversión del público para mejorar la eficiencia interna y la dependencia de fondeo por parte del accionista BPSA.

2.7. Información Financiera de PACIFICARD S.A. ⁽¹⁾

Hemos realizado un estudio a los estados financieros de la compañía PACIFICARD a lo largo de los años 2005 al 2008 observando y analizando los resultados obtenidos en búsqueda de obtener la estrategia seguida por los administradores de la compañía para optimizar sus procesos y obtener mejores índices del desempeño en los años posteriores.

La información obtenida y presentada en la siguiente sección ha sido obtenida de la base de datos de la Bolsa de Valores de Guayaquil

¹ Los Estados Financieros son tomados de la Superintendencia de Compañías.

(<http://www.mundobvg.com/>), Organismo de Control a la cual la compañía en estudio presenta sus estados financieros anuales.

Pacificard S.A., es una compañía que goza de una posición financiera bastante positiva y rentable a lo largo de nuestro alcance de análisis (4 años). Para corroborar esta aseveración, la Superintendencia de Bancos y Compañías, a partir del 30 de abril de 2000, con los estados financieros en unidades de dólar, se definieron nuevos indicadores financieros, cuyas formulas de cálculo sirven para evaluar la solvencia, la cobertura sobre el riesgo crediticio y la eficiencia de la gestión de las entidades sujetas al control de la Superintendencia de Bancos.

2.8 Ratios Financieros de la Compañía

Tabla 2.8 Ratios Financieros Pacificard

RATIOS FINANCIEROS PACIFICARD S.A.	2005	2006	2007	2008
Cobertura Patrimonial de Activos	0.40	0.55	0.68	0.56
Solvencia	0.11	0.12	0.14	0.14
Calidad de Activos				
Morosidad Bruta Total	0.48	0.32	0.23	0.16
Morosidad Cartera Comercial	0.07	0.02	0.08	0.02
Morosidad Cartera Consumo	0.29	0.20	0.17	0.13
Provisiones / Cartera de Crédito Improductiva	0.71	0.83	0.87	0.82

Manejo Administrativo				
Activos Productivos / Pasivos con costo	1.82	2.96	2.82	4.00
Grado de Absorción - Gtos. Operac. / Margen Financiero	0.81	0.78	0.79	0.70
Gastos de Personal / Activo Total Promedio	0.00	0.10	0.07	0.05
Gastos Operativos / Activo Total Promedio	0.00	0.31	0.24	0.20
Manejo Administrativo				
ROA (Rendimiento operativo sobre activos)	0.06	0.10	0.08	0.08
ROE (Rendimiento sobre Patrimonio)	0.28	0.38	0.31	0.32
Liquidez				
Fondos Disponibles / Total depósitos a corto plazo	0.25	0.37	0.42	0.64

2.8.1 Análisis de los Ratios Financiero de Pacificard del 2005 al 2008

Cobertura Patrimonial de Activos

En el 2005, la cobertura patrimonial de activos fue de 0.40, PACIFICARD posee una cobertura adecuada sobre sus activos de 0.56 al año 2008 (excluyendo fondos disponibles y de inversión) lo que garantiza el desarrollo de sus operaciones.

$$\text{Suficiencia Patrimonial} = \frac{\text{Patrimonio}}{\text{Activos Inmovilizados Netos}}$$

Solvencia

El patrimonio técnico constituye al cierre del año 14% con relación a sus activos y contingentes ponderadas por riesgo. Según las normas de Basilea, las instituciones financieras deben poseer como mínimo un patrimonio técnico del 9% para respaldar las operaciones con el público. Esto demuestra la solvencia financiera de las entidades. Al cierre del año, la Compañía posee un ratio de solvencia sólido y sostenido.

$$\text{Solvencia} = \frac{\text{Patrimonio Técnico Constituido}}{\text{Activos y Contingentes Ponderados por riesgo}}$$

Calidad de los Activos

La calidad de los activos se mide mediante los ratios de morosidad para el total de la cartera bruta y por línea de negocio. A continuación analizamos los índices respectivos:

Morosidad bruta total. El índice de morosidad para la cartera bruta total se ha reducido en un 31% en promedio, debido a un aumento importante en la cartera que llegó al 2008 en US\$ 480 millones de dólares aproximadamente en las marcas Visa y Mastercard.

$$\text{Morosidad Cartera} = \frac{\text{Cartera Im productiva}}{\text{Cartera bruta}}$$

Morosidad Cartera Comercial y Comercial. En el año 2008, el índice de morosidad en cartera comercial y comercial en 6% y 4% respectivamente debido al crecimiento en la cartera de consumo por vencer en US\$ 24 millones aproximadamente el 40% con respecto año 2007 y US\$ 27,000 en la cartera comercial por vencer, un crecimiento del 1% en relación al 2007.

$$\text{Morosidad Cartera Consumo} = \frac{\text{Cartera Improductiva Consumo}}{\text{Cartera Bruta Consumo}}$$

$$\text{Morosidad Cartera Consumo} = \frac{\text{Cartera Improductiva Consumo}}{\text{Cartera Bruta Consumo}}$$

Cobertura cartera de crédito improductiva. La cobertura de las provisiones para cuentas incobrables con respecto a los activos improductivos, en el año 2008 llegó al 82% para prever futuras pérdidas por créditos incobrables de tarjetahabientes cuya calificación es de `E_. En el año 2008, la provisión para cuentas incobrables es de US\$ 10,319,595.

$$\text{Cobertura} = \frac{\text{Provisiones}}{\text{Cartera Crédito Improductiva}}$$

Indicadores de Eficiencia Administrativa

Estos indicadores permiten determinar la utilización de los recursos de intermediación y su productividad financiera.

Activos Productivos / Pasivos con costo. ─ El crecimiento de 4 puntos de los activos productivos más que los pasivos con costo, nos indica que la Compañía mantiene una buena administración de sus activos versus los pasivos que generan un costo financiero.

$$\text{Relación} = \frac{\text{Activos Productivos}}{\text{Pasivos con Costo}}$$

Grado de Absorción. ─ Al 2008, los gastos operacionales representan el 70% con relación al margen financiero. Esta disminución obedece a la reducción en campaña publicitaria de las tarjetas de crédito y que se usan canales alternos aprovechando la estructura del Banco del Pacífico para colocar nuevas cuentas en sus depositantes (clientes)

$$\text{Grado Absorción} = \frac{\text{Gastos Operacionales}}{\text{Margen Financiero}}$$

Gastos de personal / Activos total Promedio. ─ La proporción de los gastos de personal (sueldos y comisiones) representan el 5% con respecto al total de activos.

$$\text{Relación} = \frac{\frac{\text{Gastos Personal}}{\text{Número de mes}} * 12}{\text{Activo Total Promedio}}$$

Gastos de operativos / Activos total Promedio. ─ La proporción de los gastos de operativos representan el 20% con respecto al total de activos. Esta tendencia a la baja, según nuestro alcance de 4 años de análisis, es positivo para la Compañía.

$$\text{Relación} = \frac{\frac{\text{Gastos Operativos}}{\text{Número de mes}} * 12}{\text{Activo Total Promedio}}$$

Indicadores de Rentabilidad

Estas relaciones establecen el grado de retorno de la inversión de los accionistas y los resultados obtenidos por la gestión operativa del negocio de intermediación.

Rendimiento Operativo sobre activo ─ ROA. ─ El índice de rendimiento sobre los activos de la Compañía es del 8% para el año 2008, el mismo que se encuentra por encima del ROA de la industria que bordea 5%.

$$ROA = \frac{\frac{\text{Ingresos} - \text{Gastos} * 12}{\text{Número de mes}}}{\text{Activo Total Promedio}}$$

Rendimiento Operativo sobre patrimonio – ROE. – El índice de rendimiento sobre el patrimonio de la Compañía es del 32% para el año 2008. Este indicador nos muestra que Pacificard S.A., es rentable para los accionistas en este caso el Banco del Pacífico S.A.

$$ROE = \frac{\frac{\text{Ingresos} - \text{Gastos} * 12}{\text{Número de mes}}}{\text{Patrimonio Promedio}}$$

Indicadores de Liquidez

Permite relacionar las captaciones con las colocaciones.

Liquidez. – En el año 2008, Pacificard S.A tiene liquidez suficiente comparado con años anteriores para cubrir con fondos disponibles los depósitos a plazo en el corto plazo en un 64%. La diferencia esta respaldada por el Banco del Pacífico, quien financia las operaciones de la Compañía.

$$\text{Relación} = \frac{\text{Fondos Disponibles}}{\text{Total Depósitos a Corto Plazo}}$$

Hemos realizado un estudio a los estados financieros de Pacificard S.A. Compañía emisora y administradora de Tarjetas de Crédito, Grupo Financiero Banco del Pacífico S.A., por el período correspondiente del año 2005 a 2008. El

análisis efectuado es para evaluar las condiciones óptimas y de rentabilidad de la Compañía para poder decidir si es factible emprender la emisión de obligaciones, titularizar mediante un fideicomiso mercantil o emitir bonos.

La información obtenida y presentada en la siguiente sección de Inversiones ha sido obtenida de la pagina: <http://www.pacificard.com.ec/> en donde se detalla los estados financieros anuales; adicionalmente se pueden encontrar en la pagina: <http://www.superban.gov.ec/> los estados financieros auditados para nuestro análisis.

Cabe indicar que Pacificard S.A., es una sociedad anónima, perteneciente al Grupo Financiero Banco del Pacífico S.A., inscrita en la Bolsa de Valores de Guayaquil, por tanto la información presentada a continuación es información pública. PACIFICARD S.A., a la fecha de presentación de la presente tesis, forma parte activa del mercado Bursátil Ecuatoriano.

En un primer análisis considero necesario evaluar la información histórica de la compañía, evaluar ratios financieros y consecuentemente proceder a hacer proyecciones financieras para determinar el método óptimo para financiarse su estructura de PACIFICARD S.A., con el objetivo de hacer uso de las ventajas que trae la deuda así como de optimizar la utilización del capital de los accionistas.

Pacificard S.A. Compañía emisora y administradora Tarjetas de Crédito, Grupo Financiero Banco del Pacífico

Tabla 2 - Estado de Resultados de PACIFICARD S.A.

Estado de Resultados				
Cuentas de Estado de Resultados	2005	2006	2007	2008
Ingresos Financieros.-	60,026,391.26	72,468,783.62	88,477,200.00	103,421,594.50
INTERESES Y DESCUENTOS GANADOS	25,963,365.91	31,818,862.28	43,112,571.00	52,891,235.94
COMISIONES GANADAS	19,844,676.69	23,234,109.89	26,144,869.00	27,394,850.58
UTILIDADES FINANCIERAS	0.00	0.00	7,656.00	47,450.71
INGRESOS POR SERVICIOS	14,218,348.66	17,415,811.45	19,212,104.00	23,088,057.27
Egresos Financieros.-	26,119,788.67	33,451,679.34	46,149,847.00	53,480,855.60
INTERESES CAUSADOS	23,810,321.19	31,011,403.15	43,513,054.00	49,049,908.61
COMISIONES CAUSADAS	2,183,046.83	2,390,372.55	2,551,272.00	2,472,084.72
PERDIDAS FINANCIERAS	126,420.65	49,903.64	85,521.00	1,958,862.27
Margen bruto financieros	33,906,602.59	39,017,104.28	42,327,353.00	49,940,738.90
GASTOS DE OPERACIÓN	14,230,277.74	16,250,045.81	17,809,079.00	21,526,064.62
GASTOS DE PERSONAL	6,932,463.63	8,218,814.59	8,259,257.00	6,824,821.74
Depreciación y amortización	7,483,979.32	7,484,647.92	9,214,745.00	9,233,169.51
Total Gastos Operativos	28,646,720.69	31,953,508.32	35,283,081.00	37,584,055.87
Otros Ingresos Operacionales	1,891,072.24	2,238,433.20	1,983,301.00	2,011,029.08
Utilidad Operativa	7,150,954.14	9,302,029.16	9,027,573.00	14,367,712.11
OTROS INGRESOS	1,190,859.18	3,039,542.61	6,199,863.00	6,008,422.12
OTRAS PERDIDAS OPERACIONALES	0.00	0.00	116,889.00	1,863.43
OTROS GASTOS Y PERDIDAS	260,871.88	126,831.00	143,742.00	975,692.14
EBT	8,080,941.44	12,214,740.77	14,966,805.00	19,398,578.66
Fondo para el Desarrollo de la Infancia (FODINFA)	137,376.01	207,650.59	254,436.00	329,775.83
Participación de los empleados en las utilidades	1,212,141.23	1,832,211.12	2,245,021.00	2,909,786.72
Impuesto a la renta	1,387,093.06	1,959,107.92	3,326,401.00	4,382,664.62
Utilidad Neta	5,344,331.14	8,215,771.14	9,140,947.00	11,776,351.49
EBITDA	14,634,933.46	16,786,677.08	18,242,318.00	23,600,881.62
EBIT	7,150,954.14	9,302,029.16	9,027,573.00	14,367,712.11

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador

Pacificard S.A. Compañía emisora y administradora Tarjetas de Crédito, Grupo Financiero Banco del Pacífico

Tabla 2.8.1 - Balance General de PACIFICARD S.A.

Balance General				
Cuentas del Balance General	2005	2006	2007	2008
Fondos Disponibles	6,797,582.14	4,920,951.72	9,167,507.00	13,216,606.00
Operaciones Interbancarias	0.00	0.00	0.00	0.00
Inversiones	24,337,361.33	20,702,886.44	26,912,688.00	27,300,026.34
Cartera de Créditos	38,623,338.84	46,647,154.70	65,191,298.00	90,574,437.59
Cuentas por Cobrar	2,970,839.04	7,841,283.82	4,505,243.00	7,296,789.81
Bienes Realizables, Adjudicados por pago, de Arrendamiento mercantil y no utilizados por la Inst	633,296.92	522,557.46	510,545.00	498,677.90
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	73,362,418.27	80,634,834.14	106,287,281.00	138,886,537.64
Propiedades y Equipo	1,642,523.65	1,453,975.28	1,365,136.20	1,127,653.38
Otros activos	2,860,892.77	3,487,503.49	5,485,534.00	10,131,191.61
TOTAL ACTIVOS	77,865,834.69	85,576,312.91	113,137,951.20	150,145,382.63
Pasivo				
Obligaciones con el Público	34,992,243.90	23,597,930.79	34,355,480.00	31,516,358.07
Cuentas por pagar	18,510,018.81	28,141,475.89	34,105,172.00	39,323,259.78
Obligaciones Financieras	0.00	0.00	0.00	0.00
Valores en Circulación	0.00	0.00	0.00	0.00
TOTAL PASIVO CORRIENTE	53,502,262.71	51,739,406.68	68,460,652.00	70,839,617.85
Otros Pasivos	2,529,884.94	3,787,448.05	6,194,330.00	30,832,530.93
TOTAL PASIVO	56,032,147.65	55,526,854.73	74,654,982.00	101,672,148.78
Capital Social	13,119,960.00	17,929,856.00	17,929,856.00	23,929,856.00
Reservas	3,612,396.18	3,612,396.18	11,085,484.00	12,440,346.80
Superávit por Valuaciones	242,681.18	242,681.18	277,929.00	277,929.36
Resultados	4,858,649.68	8,264,524.82	9,189,701.00	11,825,103.14
Total Patrimonio	21,833,687.04	30,049,458.18	38,482,970.00	48,473,235.30
Total Pasivo+Patrimonio	77,865,834.69	85,576,312.91	113,137,952.00	150,145,384.08

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador

Tabla 2.8.2 Análisis Vertical del Balance General de Pacificard S.A.

Balance General	Análisis Vertical			
	2005	2006	2007	2008
Fondos Disponibles	9%	6%	8%	9%
Operaciones Interbancarias				
Inversiones	31%	24%	24%	18%
Cartera de Créditos	50%	55%	58%	60%
Cuentas por Cobrar	4%	9%	4%	5%
Bienes Realizables, Adjudicados por pago, de Arrendamiento mercantil y no utilizados por la Inst	1%	1%	0%	0%
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	94%	94%	94%	93%
Propiedades y Equipo	2%	2%	1%	1%
Otros activos	4%	4%	5%	7%
TOTAL ACTIVOS	100%	100%	100%	100%
Pasivo				
Obligaciones con el Público	45%	28%	30%	21%
Cuentas por pagar	24%	33%	30%	26%
Obligaciones Financieras	0%	0%	0%	0%
Valores en Circulación	0%	0%	0%	0%
TOTAL PASIVO CORRIENTE	69%	66%	88%	91%
Otros Pasivos	3%	4%	5%	21%
TOTAL PASIVO	72%	65%	66%	68%
Capital Social	17%	21%	16%	16%
Reservas	5%	4%	10%	8%
Superávit por Valuaciones	0%	0%	0%	0%
Resultados	6%	10%	8%	8%
Total Patrimonio	28%	35%	34%	32%
Total Pasivo+Patrimonio	100%	100%	100%	100%

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador

Tabla 2.8.3 - Análisis Vertical del Estado de Resultados de Pacificard S.A.

Balance General	Análisis Vertical			
	2005	2006	2007	2008
Ingresos Financieros.-	100%	100%	100%	100%
INTERESES Y DESCUENTOS GANADOS	43.25%	43.91%	48.73%	51.14%
COMISIONES GANADAS	33.06%	32.06%	29.55%	26.49%
UTILIDADES FINANCIERAS	0.00%	0.00%	0.01%	0.05%
INGRESOS POR SERVICIOS	23.69%	24.03%	21.71%	22.32%
Egresos Financieros.-	43.51%	46.16%	52.16%	51.71%
INTERESES CAUSADOS	39.67%	42.79%	49.18%	47.43%
COMISIONES CAUSADAS	3.64%	3.30%	2.88%	2.39%
PERDIDAS FINANCIERAS	0.21%	0.07%	0.10%	1.89%
Margen bruto financieros	56.49%	53.84%	47.84%	48.29%
GASTOS DE OPERACIÓN	23.71%	22.42%	20.13%	20.81%
GASTOS DE PERSONAL	11.55%	11.34%	9.33%	6.60%
Depreciación y amortización	12.47%	10.33%	10.41%	8.93%
Total Gastos Operativos	47.72%	44.09%	39.88%	36.34%
Otros Ingresos Operacionales	3.15%	3.09%	2.24%	1.94%
Utilidad Operativa	11.91%	12.84%	10.20%	13.89%
OTROS INGRESOS	1.98%	4.19%	7.01%	5.81%
OTRAS PERDIDAS OPERACIONALES	0.00%	0.00%	0.13%	0.00%
OTROS GASTOS Y PERDIDAS	0.43%	0.18%	0.16%	0.94%
EBT	13.46%	16.86%	16.92%	18.76%
Fondo para el Desarrollo de la Infancia (FODINFA)	0.23%	0.29%	0.29%	0.32%
Participación de los empleados en las utilidades	2.02%	2.53%	2.54%	2.81%
Impuesto a la renta	2.31%	2.70%	3.76%	4.24%
Utilidad Neta	8.90%	11.34%	10.33%	11.39%
EBITDA	24.38%	23.16%	20.62%	22.82%
EBIT	11.91%	12.84%	10.20%	13.89%

Fuente: Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador

2.9 ANÁLISIS DE RESULTADOS PACIFICARD S.A. Por los ejercicios económicos: 2005 al 2008

Las cuatro variables más importantes del Pacificard son:

1. Financiamiento
2. Captaciones
3. Cartera
4. Facturación

A continuación un breve análisis de estas variables.

2.9.1 Análisis de los Resultados: Año 2005 al 2006

Pacificard S.A., a finales del año 2005 reportó ganancias por \$5.43 millones de dólares aproximadamente, este resultado se debió principalmente a los siguientes factores:

Financiamiento

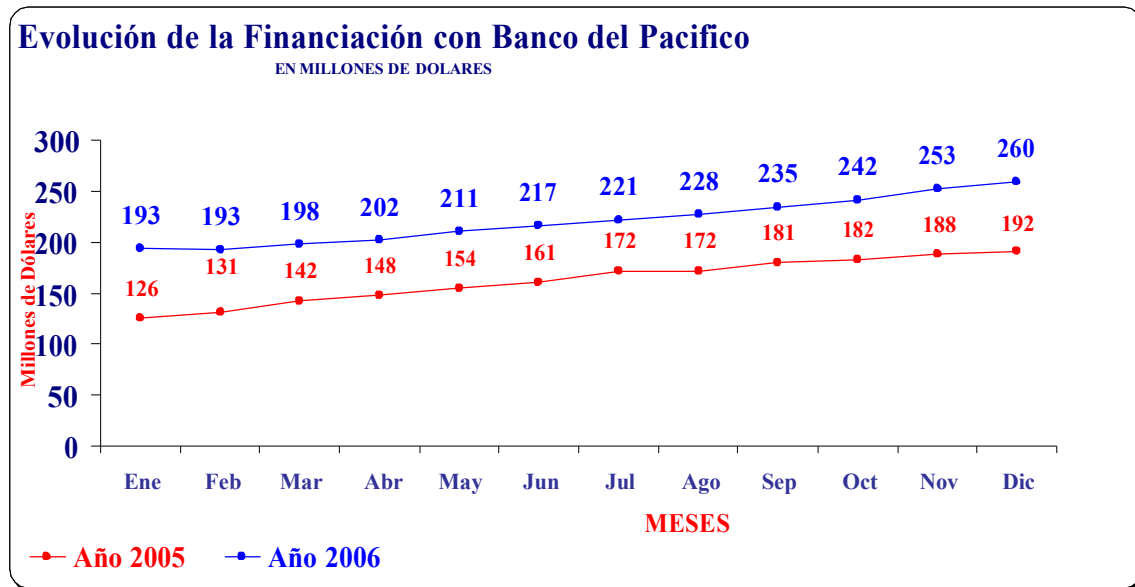
El financiamiento que la Compañía obtiene mediante la captación de recursos del público, disminuyó en \$10,585k aprox esto es un 27% menor con respecto del año anterior.

Durante el 2005 el promedio de captación de recursos fue de \$39,198k y se proyectó tener un nivel promedio de \$32,053 para el 2006. Esto es una disminución del 18% en financiamiento con relación al 2005, el mismo que obedece a una decisión del Banco del Pacífico en disminuir las obligaciones con el público, lo cual genera una tasa de interés de entre el 3% al 4% según la gráfica que se muestra abajo. (Evolución tasa promedio ponderada)

Cabe señalar también que la tasa promedio a pagar por estas operaciones o captación de recursos del público, son establecidas por el Banco del Pacífico (único accionista), y el motivo de esto es financiar las operaciones en cuanto a la administración de tarjetas de crédito con los recursos del mismo Grupo Financiero del Banco del Pacífico.

La tasa de interés que dicho financiamiento genera resulta ser la Tasa Máxima Convencional, la misma que varía en forma mensual.

Gráfico 2.9.1 Evolución de la Financiación con Banco del Pacífico (2005 - 2006)



Elaborado: El autor / Superintendencia de Bancos y Seguros (Balances)

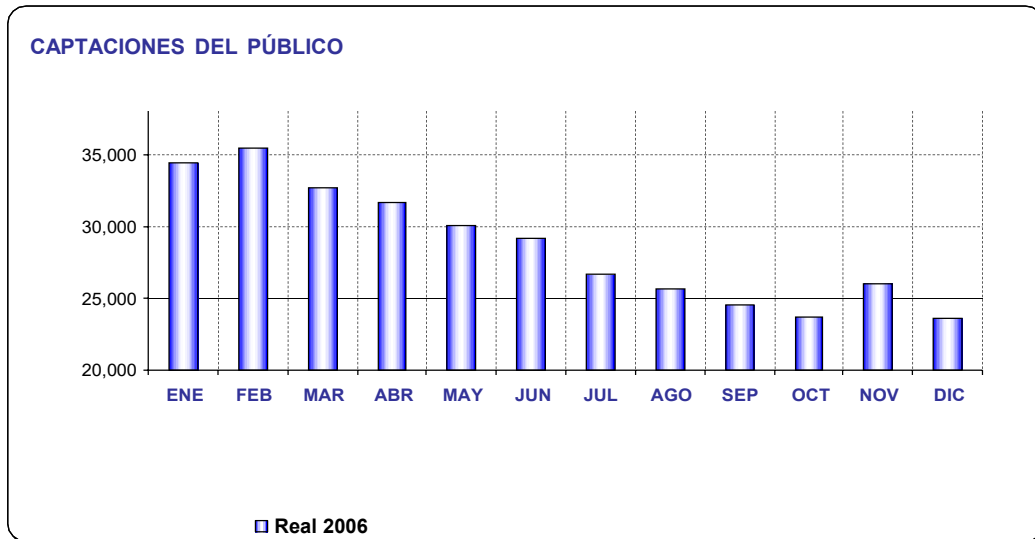
Captaciones

La evolución de las captaciones del público percibido por la Compañía disminuyó debido a una decisión de la accionista (Banco del Pacífico), ya que ésta última financiará las operaciones efectuadas por los socios o tarjeta habientes de tarjetas de crédito en ambas marcas (MasterCard y Visa).

Esto último se debe a que el Banco del Pacífico observa una buena inversión y negocio el financiar estas operaciones, ya que percibe como ingresos por intereses la tasa máxima convencional (misma que se cobra a los tarjeta

habientes), así como un 9% sobre el total de comisiones ganadas por Pacificard con establecimientos afiliados.

Gráfico 2.9.1.1 Captaciones Público (2005 - 2006)



Elaborado: El autor / Superintendencia de Bancos y Seguros (Balances)

Cartera

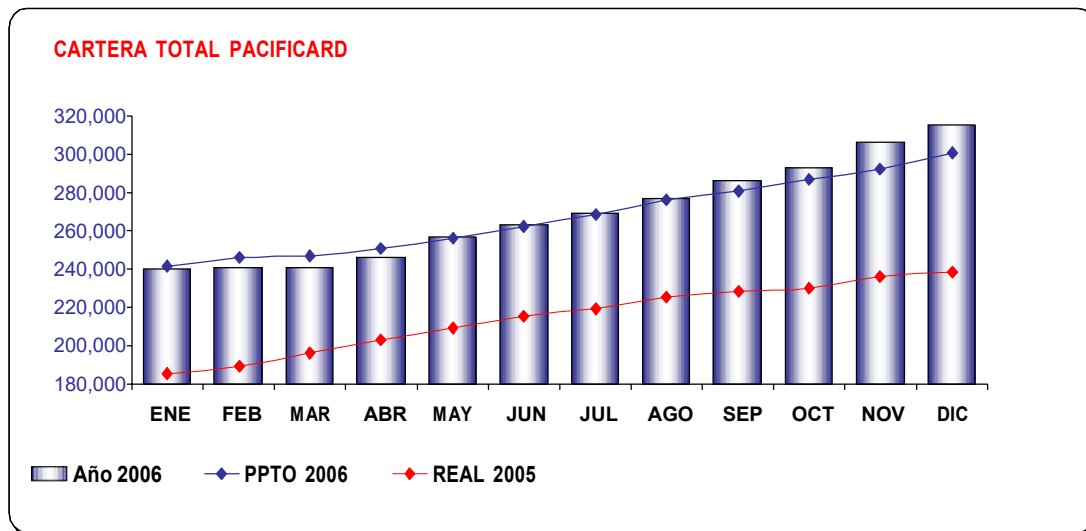
El consumo de los hogares mantuvo su ritmo de crecimiento en un 5% frente al 2005, ubicándose arriba de los \$25 millones de dólares.

El crecimiento de facturación de VISA en el mercado fue del 15%, mientras que el de VISA Pacificard creció en el 30%. En MASTERCARD el mercado creció en un 11.3% mientras que en Pacificard en un 13%.

Es decir, que la facturación global de Pacificard (MASTERCARD y VISA) creció un 21% con relación al año 2005, produciéndose un incremento en la cartera del 32% y en número de cuentas del 15%.

El comportamiento favorable de los resultados ha permitido sustentar el crecimiento de la cartera, sin necesidad de buscar el fortalecimiento patrimonial del accionista. Esto permitió el crecimiento de cartera neta de \$76,676,000 aprox durante el año considerando ambas marcas.

Gráfico 2.9.1.2 Captaciones Público (2005 – 2006)



Elaborado: El autor / Superintendencia de Bancos y Seguros (Balances)

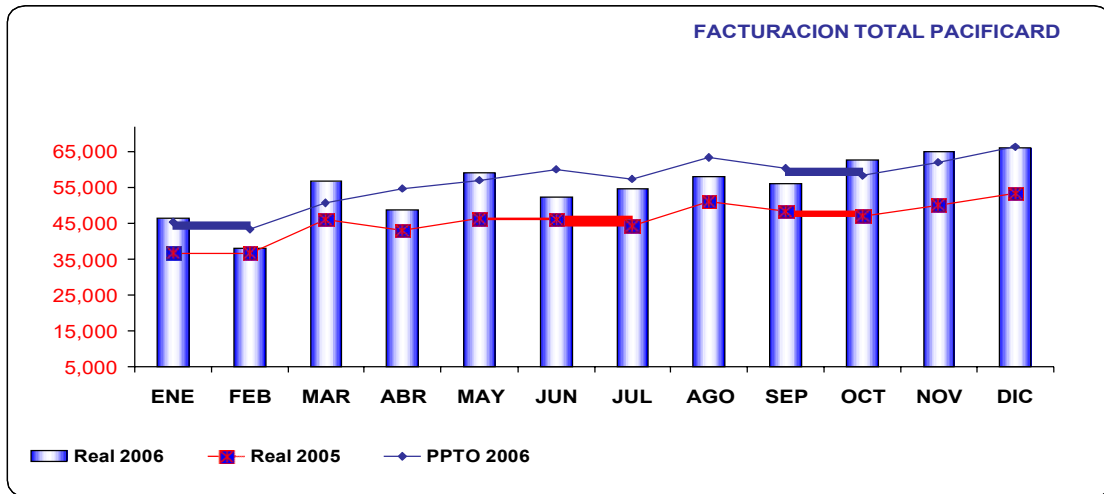
Facturación

La facturación total de Pacificard al cierre del año 2006 alcanzó US\$ 662,975,000 componiéndose de US\$470,711, 000 (71%) MasterCard y US\$192,264,000 (29%) VISA. El crecimiento anual consolidado fue del 21%

El crecimiento de facturación de VISA en el mercado fue del 15%, mientras que el de VISA Pacificard creció en el 30%. En MASTERCARD el mercado creció en un 11.3% mientras que en MasterCard Pacificard en un 13%.

Es decir, que la facturación global de Pacificard (MASTERCARD y VISA) creció un 21% (\$114,450k aprox) con relación al año 2005, produciéndose un incremento en la cartera del 32% y en número de cuentas del 15%.

Gráfico 2.9.1.3 Facturación Total Pacificard (2005 - 2006)



Elaborado: El autor / Superintendencia de Bancos y Seguros (Balances)

2.9.2 Análisis de los Resultados: Año 2006 al 2007

Financiamiento

A pesar de que el Banco del Pacífico financia el 90% de las operaciones realizadas por los tarjeta habientes, tal cual como se muestra en la gráfica donde

la relación del financiamiento en el 2004 es de un 74/26 (Banco del Pacífico S. A. / Pacificard S. A.) es decir que el 74% de financiamiento proviene del accionista y apenas el 26% de financiamiento propio, y esa relación ha ido aumentando en el 2005, 2006 y primer semestre del 2007, se empieza a producir una diferencia mínima en la relación (apenas en puntos porcentuales) al cierre de nuestra revisión preliminar (Septiembre del 2007)

Se espera que esta relación empiece a disminuir paulatinamente al cierre de Diciembre del 2007, una vez que la Compañía aumente el volumen de sus captaciones (depósitos a vista y plazo) así como proceda a emitir la titularización de la cartera, la cual se espera a finales de octubre y/o principios de noviembre, por un monto de USD43,000K para aumentar el volumen de captaciones e iniciar el proceso de titularización sobre flujos futuros de cartera por cobrar a MasterCard Internacional Inc., por los consumos y avances de efectivo realizados por tarjeta habientes del exterior realizados en el Ecuador.

Gráfico 2.9.2 Evolución de la Financiación con Banco del Pacífico (2006 - 2007)



Elaborado: El autor / Superintendencia de Bancos y Seguros (Balances)

Cartera

El desempeño de la cartera MasterCard tuvo un crecimiento del 15% (comparado a dic06), esto último por una tendencia en mayor endeudamiento por parte de los cliente. Mientras que VISA obtuvo un crecimiento del 22% (comparado a dic06)

La Compañía ha mantenido la política de incrementos de cupo, tomando en cuenta el comportamiento de pagos de los socios y sus calificaciones. Se realizaron aumentos en Febrero, Marzo y Abril, los porcentajes de aumento oscilaron entre el 25% - 30% en VISA y MasterCard. Los parámetros utilizados para los incrementos fueron: cuentas con calificación A y B, y sí los clientes se mantienen al día sus pagos.

Al cierre del año se registra un aumento en los saldos de cartera por USD53,115 esto es un 17% mayor, con respecto de los saldos registrados al 2006.

Gráfico 2.9.2.1 Cartera Total Pacificard (2006 - 2007)



Elaborado: El autor / Superintendencia de Bancos y Seguros (Balances)

Captaciones

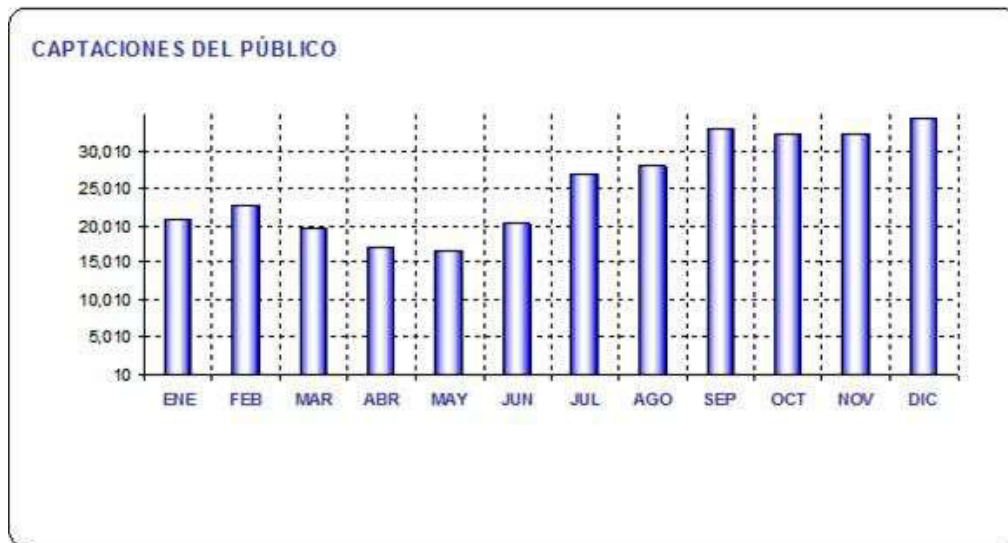
El volumen de captaciones muestra una tendencia al alza a partir del mes de junio en el volumen de captaciones del público (recursos financieros recibidos a través de los depósitos a la vista y plazo)

El motivo del incremento se debe a una decisión del Banco del Pacífico (accionista), quien dio apertura a la Compañía a buscar otras vías de financiamiento por las operaciones y/o transacciones efectuadas por los tarjeta habientes en comercios, así como de avances de efectivo realizados en cajeros automáticos.

A diferencia de años anteriores donde el 90% de las operaciones realizadas por los tarjeta habientes son financiadas por el Banco del Pacífico S. A.

Al cierre del año, la compañía registra un incremento en el volumen de captaciones por USD10,756K esto es un 46% más con respecto de diciembre del año anterior.

Gráfico 2.9.2.2 Captaciones Pacificard (2006 - 2007)



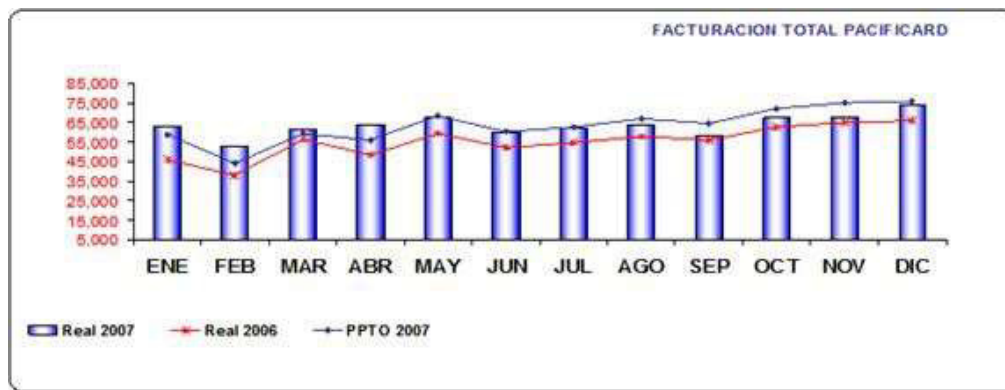
Elaborado: El autor / Superintendencia de Bancos y Seguros (Balances)

Facturación

La Compañía registró un incremento en el volumen de facturación (consumos y avances de efectivo) en ambas marcas de tarjetas (MasterCard y VISA) por USD97,833k esto es un 15% más que el volumen de facturación registrado a Diciembre del 2006.

El motivo del incremento se debe a una tendencia en el consumo de los tarjeta habientes, quienes se ven influenciados por las campañas comerciales de comercios y planes de pago, así como en el hábito de los consumidores. Otro hecho relevante fue la disminución de las tarjetas de crédito del Banco Centro Mundo (emisor de MasterCard) que en Abril fueron absorbidas por Banco del Pichincha y quien se posiciona ahora como segundo emisor MasterCard en base al número de tarjetas.

Gráfico 2.9.2.3 Facturación Total Pacificard (2006 - 2007)



Elaborado: El autor / Superintendencia de Bancos y Seguros (Balances)

2.9.3 Análisis de los Resultados: Año 2007 al 2008

Financiamiento

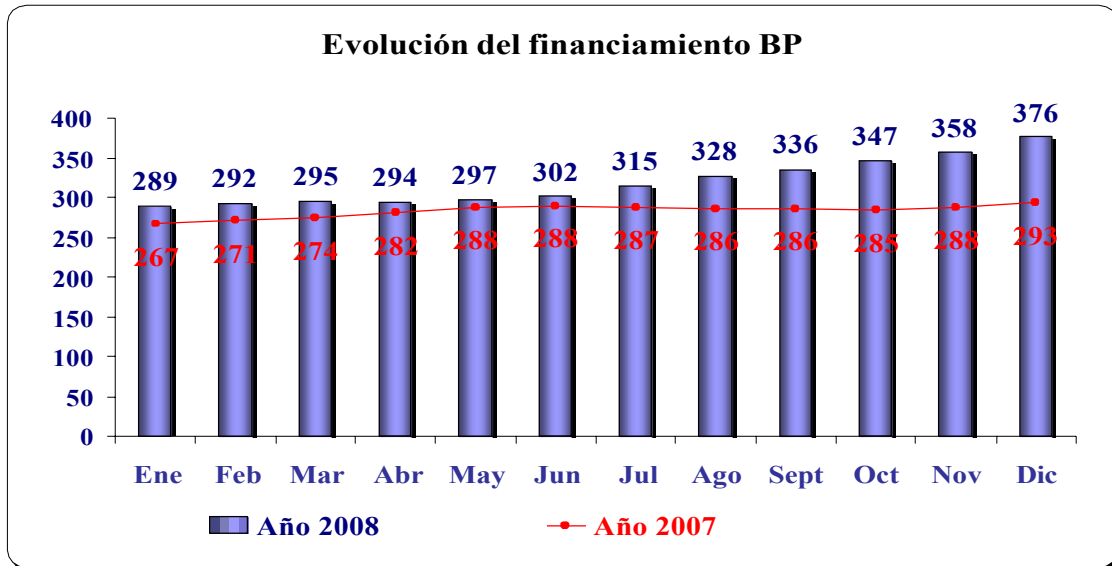
Como podemos apreciar en las gráficas de financiamiento, el Banco del Pacífico financió en un 80% las operaciones efectuadas por los tarjetahabientes,

es decir 80/20 (BPSA y Pacificard) en el año 2007. Actualmente la relación es de 75% financiamiento proveniente del accionista y 25% de financiamiento propio. Esta dependencia de financiamiento se ha ido reduciendo en 15% aproximadamente con respecto al año 2006 por la iniciativa de la Gerencia de efectuar la segunda titularización de flujos futuros de consumos MC por parte de extranjeros en el Ecuador, adicionalmente por captaciones efectuadas del público y pasivos espóntaneos.

A pesar de que el volumen de facturación anual creció en un 15% en Mastercard y Visa más que el año 2008. Sin embargo el nivel de deuda resultó ser menor debido a la decisión del accionista a que la Compañía financie sus operaciones debido a la liquidez obtenida en el ejercicio 2008.

Se espera que para el año 2009 se mejoren las tasas de captaciones para el público para ser más atractivas para el mercado y para los inversionistas.

Gráfico 2.9.3.3 Evolución de la Financiación BPSA (2007 - 2008)



Elaborado: El autor / Superintendencia de Bancos y Seguros (Balances)

Cartera

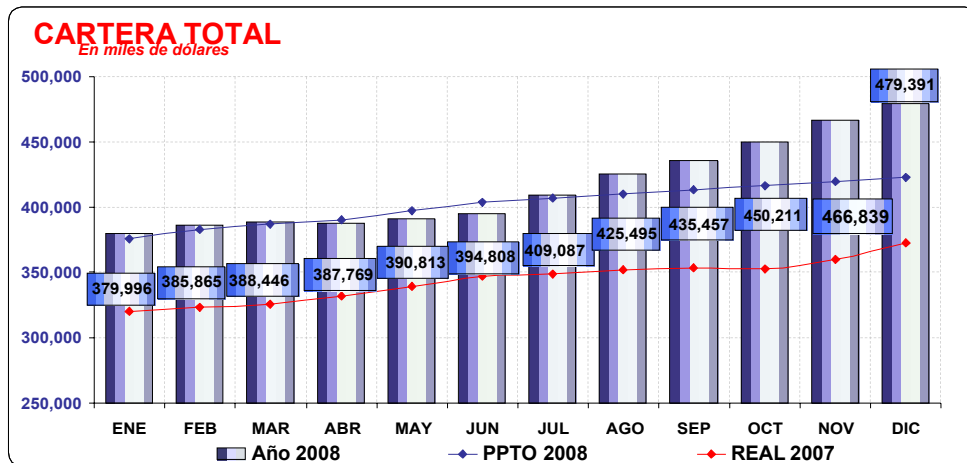
La Cartera bruta de créditos de Pacificard S.A., al 31 de diciembre 2008 es de \$ 479,39 millones de dólares mostrando un comportamiento crecimiento creciente con respecto a Diciembre 2007 (\$ 119,97 millones)

La Compañía cuyo principal componente son los créditos vigentes (representan a Diciembre 2008 el 87% de la Cartera de consumo por vencer) Adicionalmente, también se tiene operaciones de créditos comerciales y vivienda, que en conjunto no sobrepasan el 2.11% de la participación de la cartera de créditos.

Entre diciembre 2008 y diciembre 2007, la cartera de créditos por vencer pasó de \$ 63.3 millones a \$ 87.9 millones, esto guarda relación en que la

Compañía mantiene calidad positiva en su cartera. Así mismo la cartera de vencida disminuyó en un 6% lo cual guarda relación directa con la depuración de cuentas efectuada por Pacificard S.A.

Gráfico 2.9.3.1 Cartera Total Pacificard (2007 - 2008)



Elaborado: El autor / Superintendencia de Bancos y Seguros (Balances)

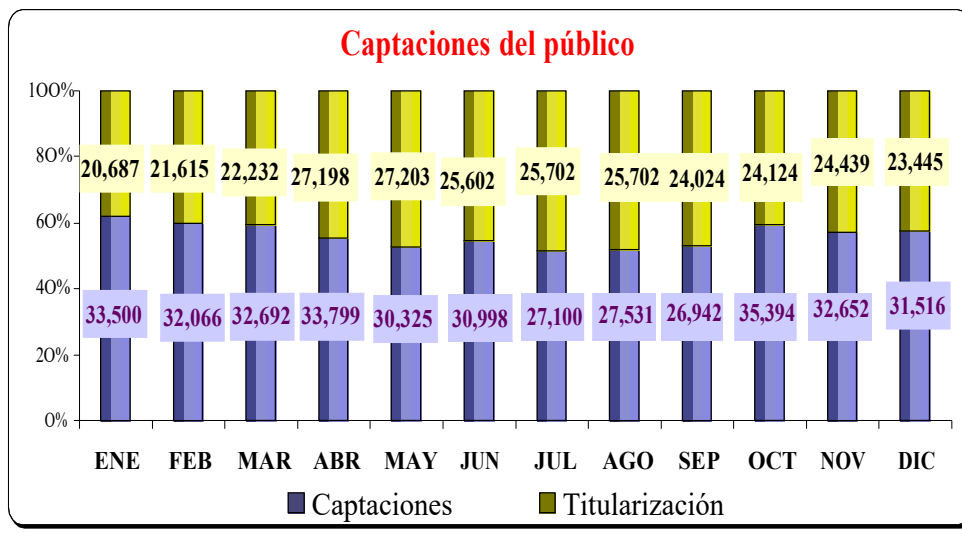
Captaciones

Al 31 de diciembre 2008, las obligaciones con el público representan 31% de los pasivos de Pacificard. A la fecha de nuestro análisis existe un decrecimiento del 8% (\$ 2,839,122) en ambos productos financieros (depósitos a la vista y plazo)

Así mismo los depósitos a la vista han ido decreciendo en 15% en US\$ 129,812. Como parte de la estrategia para obtener un mejor nivel de eficiencia interna se buscó una alternativa de financiamiento por cuenta propia,

la cual a Dic-2008 obtuvo USD 23,445K por medio de la segunda titularización de flujos del exterior. Por decisión del Accionista de Pacificard S.A, nuevamente se dio la instrucción de financiar los crecimientos de cartera mediante el BPSA con el objetivo de detener la venta de títulos.

Gráfico 2.9.3.3 Facturación Total Pacificard (2006 – 2007)



Elaborado: El autor / Superintendencia de Bancos y Seguros (Balances)

Facturación

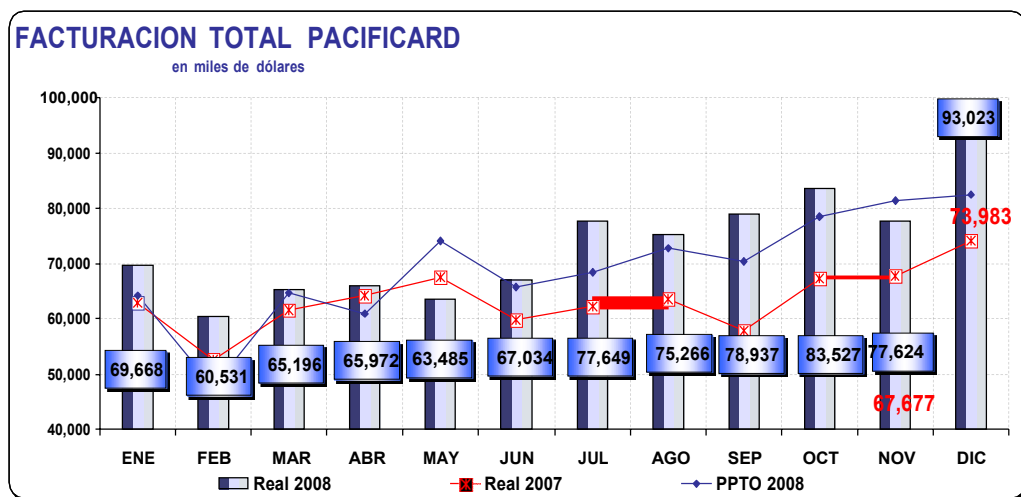
La Facturación total al 31 de diciembre 2008 fue US\$ 877.91 millones. El crecimiento anual ha sido 15%. La marca Mastercard creció 13% (US\$ 599,057) y Visa 21% (US\$ 278,855)

La estrategia de la Compañía ha sido: aumentar la rentabilidad de portafolio de clientes por línea de tarjetas de crédito (Mastercard y Visa) esto se ve reflejado en aumentos de cupo en los tarjetahabientes tomando en cuenta su historial de crédito, pagos a tiempo de sus deudas respectivas y tiempo de

crédito en la Institución. Adicionalmente en el mes de Octubre 2008 se lanzó la campaña "Historias que contaré " de Pacificard con el objetivo de obtener posicionamiento en el mercado de tarjetas de crédito.

El saldo de las cuentas a Diciembre 2008 cerró en 273,246 (173,781 Mastercard y Visa 99,465 que corresponde al 63.4% y 36.4% respectivamente) Estas cifras representan un crecimiento anual del 9%

Gráfico 2.9.3.3 Facturación Total Pacificard (2007 - 2008)



Elaborado: El autor / Superintendencia de Bancos y Seguros (Balances)

CAPÍTULO 3

DETERMINACIÓN DE LA FORMA OPTIMA DE FINANCIAMIENTO DE PACIFICARD S.A.

3.1. Evaluación de la operación de negocio en los próximos 5 años

Los supuestos presentados a continuación se encuentran basados en información histórica acerca de la evolución de las cuentas de balance general y estado de resultados de la Compañía en estudio.

3.1.1 Supuestos para la proyección del Balance General

- 1) Los fondos disponibles corresponden a los valores en efectivo que la Compañía mantiene depositado en instituciones privadas del Sector Financiero que mantiene a nivel nacional (Guayaquil, Quito, Cuenca y

- Ambato) y en el exterior, hemos considerado un aumento del 30% debido al aumento de las operaciones efectuadas por la Compañía.
- 2) Las inversiones corresponden a valores en inversiones que la Compañía mantiene en entidades del sector privado, sector público (en condición restringido) estas proveemos que aumenten en 8% debido a la tendencia mantenida en nuestros 4 años de análisis.
 - 3) La Cartera de crédito corresponde a la cartera de consumo que la Compañía mantiene con los tarjeta habientes. Hemos considerado un aumento del 10% debido al comportamiento histórico de los socios en sus consumos.
 - 4) En la cuentas por cobrar, su naturaleza corresponde a las niveles de consumos que tarjetahabientes del exterior realizan en el Ecuador denominada transacciones `outgoing_ que incluye retiros en cajeros Cirrus y Cirrus Maestro Visa. Hemos considerado un aumento del 20% debido a la tendencia del consumo por parte de los Socios (particularmente extranjeros) estimamos que la recuperación económica mundial será en el 2011.
 - 5) Hemos estimado así mismo un aumento en las cuentas por pagar (pasivos) particularmente con los establecimientos comerciales afiliados por Mastercard y Visa, que se producen como producto de los consumos efectuados por los Socios, además del aumento del pasivo financiero con BPSA por los intereses de cartera debido al crecimiento de la cartera respectivamente. Por ello hemos considerado un aumento del 20%

- 6) En otros pasivos, el aumento respectivo del 25% anual en los 5 años de estimación corresponden a las operaciones efectuadas como compensación de Cirrus, prepago de tarjetas de crédito y titularización.

3.1.2 Supuestos para la proyección de los Estados de Resultados

- 1) En intereses causados corresponde al costo financiero que la Compañía cancela a las instituciones financieras BPSA, por el financiamiento recibido para responder por las operaciones efectuadas por los tarjetahabientes en Mastercard y Visa. Consideramos que debido al aumento de la Cartera en US\$ 110 millones de dólares lo cual implica un aumento del 30% en el 2008, y en años anteriores estimamos un 20% de crecimiento para los siguientes 5 años. Adicionalmente, de los intereses causados estimamos un aumento del 28%
- 2) Consideramos un aumento del 15% en los gastos de operación en recuperación de cartera en 5 años por parte de asesores legales externos de la Compañía, aumento de personal.
- 3) Las comisiones ganadas corresponden a los ingresos por comisiones (descuentos) en facturación que la Compañía percibe de los establecimientos o comercios afiliados por concepto de consumos o

compras realizados por los Socios. Estimamos un crecimiento del 10% en relación al aumento de la facturación de la Compañía.

- 4) Los intereses ganados corresponde a los intereses sobre la cartera de consumo y comercial que la Compañía mantiene. Estos están en función directa de los aumentos en los consumos y avances de efectivo que los tarjeta habientes realizan en el tiempo, como conocemos que la cartera ha tenido un comportamiento creciente, pronosticamos que durante los próximos 5 años será de 20% anual.
- 5) En otros ingresos en base a la gestión óptima de los asesores legales de recuperación de cartera morosa y adicionalmente a recaudaciones sobre intereses vencidos en tarjetas de Visa y Mastercard. Por ello debido a nuestro pronóstico estimamos un 20% de crecimiento en los 5 años siguientes desde 2008 al 2013.

Balance General	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ACTIVOS						
Fondos Disponibles	13,216,606.00	17,181,587.80	22,336,064.14	29,036,883.38	37,747,948.40	49,072,332.92
Operaciones Interbancarias	-	-	-	-	-	-
Inversiones	27,300,026.34	29,484,028.45	31,842,750.72	34,390,170.78	37,141,384.44	40,112,695.20
Cartera de Créditos	90,574,437.59	99,631,881.35	109,595,069.48	120,554,576.43	132,610,034.08	145,871,037.48
Cuentas por Cobrar Bienes Realizables, Adjudicados por pago, de Arrendamiento mercantil y no utilizados por la Inst	7,296,789.81	8,756,147.77	10,507,377.33	12,608,852.79	15,130,623.35	18,156,748.02
	498,677.90	463,770.45	431,306.52	401,115.06	373,037.01	346,924.42
TOTAL ACTIVO CORRIENTE	138,886,537.64	155,517,415.82	174,712,568.19	196,991,598.45	223,003,027.27	253,559,738.03
Propiedades y Equipo	1,127,653.38	1,150,206.45	1,173,210.58	1,196,674.79	1,220,608.28	1,245,020.45
Otros activos	10,131,191.61	12,663,989.51	15,829,986.89	19,787,483.61	24,734,354.52	30,917,943.15
TOTAL ACTIVOS	150,145,382.63	169,331,611.78	191,715,765.66	217,975,756.85	248,957,990.07	285,722,701.63
PASIVOS						
Obligaciones con el Público	31,516,358.07	32,146,685.23	32,789,618.94	33,445,411.31	34,114,319.54	34,796,605.93
Cuentas por pagar Obligaciones Financieras	39,323,259.78	47,187,911.74	56,625,494.08	67,950,592.90	81,540,711.48	97,848,853.78
Valores en Circulación	-	-	-	-	-	-
	-	-	-	-	-	-
TOTAL PASIVO CORRIENTE	70,839,617.85	79,334,596.97	89,415,113.02	101,396,004.21	115,655,031.02	132,645,459.71
Otros Pasivos	30,832,530.93	38,540,663.66	48,175,829.58	60,219,786.97	75,274,733.72	94,093,417.14
TOTAL PASIVO	101,672,148.78	117,875,260.63	137,590,942.60	161,615,791.19	190,929,764.74	226,738,876.85
PATRIMONIO NETO	48,473,233.85	51,456,351.15	54,124,823.06	56,359,965.66	58,028,225.33	58,983,824.78

Estado de Perdidas y Ganancias	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Ingresos Financieros.-	103,421,594.50	142,745,823.60	166,447,815.93	194,351,075.22	227,234,837.93	266,027,161.18
INTERESES Y DESCUENTOS GANADOS	52,891,235.94	86,472,160.00	103,766,592.00	124,519,910.40	149,423,892.47	179,308,670.97
COMISIONES GANADAS	27,394,850.58	30,134,335.64	33,147,769.20	36,462,546.12	40,108,800.73	44,119,680.81
UTILIDADES FINANCIERAS	47,450.71	49,823.25	52,314.41	54,930.13	57,676.63	60,560.47
INGRESOS POR SERVICIOS	23,088,057.27	26,089,504.72	29,481,140.33	33,313,688.57	37,644,468.08	42,538,248.94
Egresos Financieros.-	(53,431,837.65)	(85,335,122.82)	(101,682,271.68)	(121,266,970.08)	(144,735,298.45)	(172,862,488.42)
INTERESES CAUSADOS	(49,000,890.66)	(80,707,349.33)	(96,848,819.20)	(116,218,583.04)	(139,462,299.64)	(167,354,759.57)
COMISIONES CAUSADAS	(2,472,084.72)	(2,570,968.11)	(2,673,806.83)	(2,780,759.11)	(2,891,989.47)	(3,007,669.05)
PERDIDAS FINANCIERAS	(1,958,862.27)	(2,056,805.38)	(2,159,645.65)	(2,267,627.94)	(2,381,009.33)	(2,500,059.80)
Margen bruto financieros	49,989,756.85	57,410,700.77	64,765,544.25	73,084,105.14	82,499,539.48	93,164,672.76
GASTOS DE OPERACIÓN	21,526,064.62	(24,754,974.31)	(28,468,220.46)	(32,738,453.53)	(37,649,221.56)	(43,296,604.79)
GASTOS DE PERSONAL	6,824,821.74	(6,893,069.96)	(6,962,000.66)	(7,031,620.66)	(7,101,936.87)	(7,172,956.24)
Depreciación y amortización	9,233,169.51	(9,971,823.07)	(10,769,568.92)	(11,631,134.43)	(12,561,625.18)	(13,566,555.20)
Total Gastos Operativos	37,584,055.87	(41,619,867.34)	(46,199,790.03)	(51,401,208.62)	(57,312,783.61)	(64,036,116.23)
Otros Ingresos Operacionales	2,011,029.08	2,071,359.95	2,133,500.75	2,197,505.77	2,263,430.95	2,331,333.88
EBIT	14,416,730.06	17,862,193.38	20,699,254.97	23,880,402.29	27,450,186.82	31,459,890.40
OTROS INGRESOS	6,008,422.12	7,210,106.54	8,652,127.85	10,382,553.42	12,459,064.11	14,950,876.93
OTRAS PERDIDAS OPERACIONALES	(1,863.43)	(1,956.60)	(2,054.43)	(2,157.15)	(2,265.01)	(2,378.26)
OTROS GASTOS Y PERDIDAS	(975,692.14)	(1,024,476.75)	(1,075,700.58)	(1,129,485.61)	(1,185,959.89)	(1,245,257.89)
EBT	19,447,596.61	24,045,866.58	28,273,627.81	33,131,312.95	38,721,026.02	45,163,131.18

Fondo para el Desarrollo de la Infancia (FODINFA)	(329,775.83)	(480,917.33)	(565,472.56)	(662,626.26)	(774,420.52)	(903,262.62)
Participación de los empleados en las utilidades	(2,909,786.72)	(3,606,879.99)	(4,241,044.17)	(4,969,696.94)	(5,808,153.90)	(6,774,469.68)
Impuesto a la renta	(4,382,664.62)	(6,011,466.64)	(7,068,406.95)	(8,282,828.24)	(9,680,256.50)	(11,290,782.80)
Depreciación y amortización	9,233,169.51	9,971,823.07	10,769,568.92	11,631,134.43	12,561,625.18	13,566,555.20
FLUJO DE CAJA	21,058,538.95	23,918,425.69	27,168,273.04	30,847,295.94	35,019,820.28	39,761,171.29
TMAR	8%					
VAN	\$122,728,082.09					

acuerdo a nuestra proyección de 5 años hemos calculado que el valor actual neto de Pacificard S.A., es de US\$ 122,728,082.

Considerando una TMAR de 8% se considera en base al crecimiento de las utilidades (margen financiero de cada año)

(Tabla 3.1.2 Proyección de Balances y Estados de Resultados)

Elaborado: El autor / Superintendencia de Bancos y Seguros (Balances)

3.2. Análisis de Sensibilidad (Riesgo y pronóstico)

Crystall Ball es un programa de análisis de riesgo y de pronóstico orientado a través de gráficos, que está destinado a quitar la incertidumbre en la toma de decisiones.

A través de un técnica denominada simulación de Montecarlo se pronostican todos los resultados posibles para una simulación determinada con el fin de generar una distribución de probabilidad para ver los cambios en el VAN. Asimismo le muestra los niveles de confianza, de manera tal que podrá conocer la probabilidad de que cualquier evento específico tenga lugar.

Para este análisis de sensibilidad se tomaron como variables supuestos: el precio, la cantidad, y la proporción de costo con respecto a las ventas.

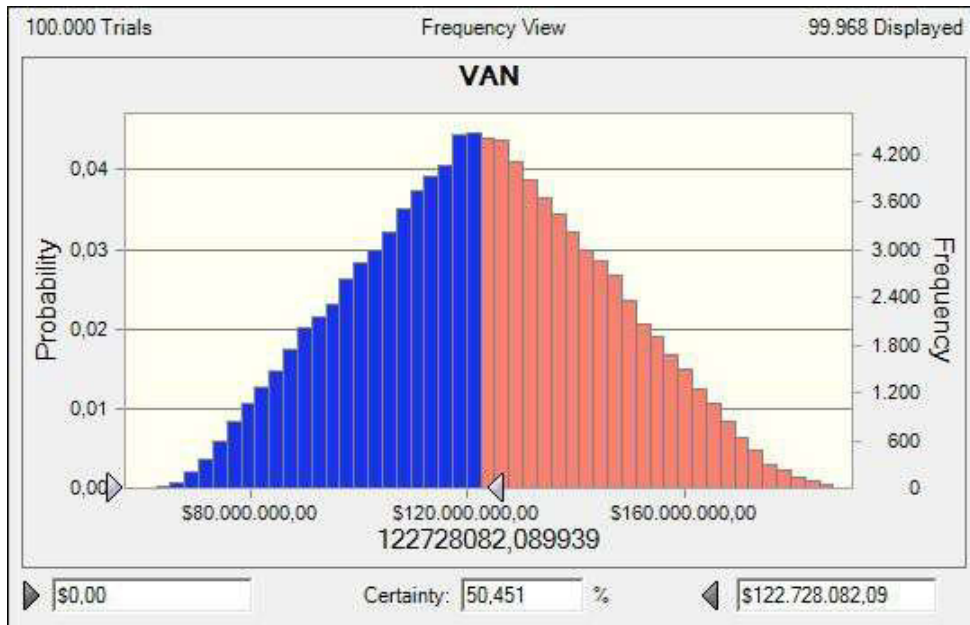
Tanto el precio como los costos variables siguen una distribución uniforme ya que se mueven de manera constante, mientras que la cantidad demandada sigue una distribución normal.

3.2.1 Simulación Crystal Ball con Proyecto

Para la simulación se tomó como variable pronóstico el VAN del proyecto, cuyo valor es de el Flujo de Caja con Proyecto es US\$ 122,728,082

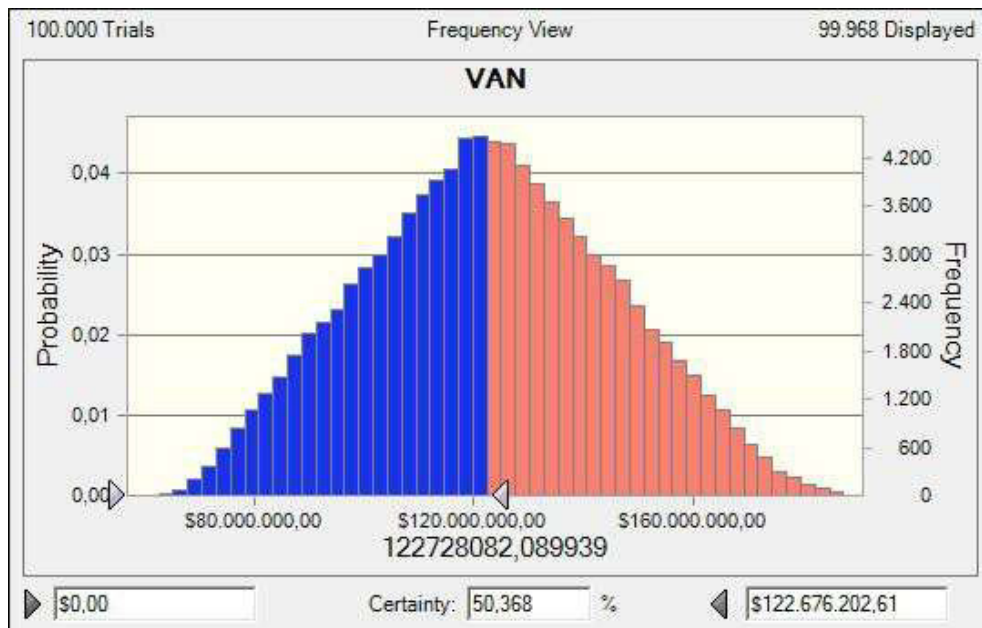
- Para la simulación con proyecto la probabilidad de que el VAN sea positivo es del 100%. Puesto que es una empresa en marcha que lleva más de 15 años en el mercado.

- La probabilidad de que el VAN sea mayor a US\$ 122,728,082 que es el valor que nos genera el flujo de caja es del 50,45%.



Elaborado: El autor

- La probabilidad de que el VAN este entre \$0.00 y la media que es US\$ 122,676,202 es del 50,37%.



Elaborado: El autor

Según el análisis del reporte Forecast Values se obtuvo los siguientes resultados para el flujo de caja con proyecto:

- Se realizaron 100,000 iteraciones con un nivel de confianza del 95%, tomando como datos 3 variables supuestos y, como variable pronóstico el VAN.
- El nivel de certeza del proyecto es del 50,45%, estando el VAN en un rango de certeza entre US\$ 59,852,476 y US\$ 199,861,700 tomando como base el VAN del proyecto de US\$ 122,728,082
- Luego de 100,000 iteraciones, se obtuvo un nivel de error estándar en la media de US\$ 73,233

El Flujo de caja con proyecto es 100% rentable, dado que el VAN es positivo, tal como se muestra a continuación:

Percentiles:	Forecast values
0%	\$59,852,476.28
10%	\$91,575,160.98
20%	\$101,925,754.08
30%	\$109,922,526.80
40%	\$116,558,453.17
50%	\$122,450,298.48
60%	\$128,397,139.05
70%	\$135,215,471.13
80%	\$143,283,740.34
90%	\$153,800,537.02
100%	\$199,861,699.83

Tabla 3.2.1 Flujo de caja en percentiles

3.3 Análisis de los Costos de Financiamiento

Para analizar si es óptimo titularizar valores, emitir deuda (obligaciones) o emitir acciones. A continuación describimos los costos de emisión en Ecuador por cada línea de emisión:

Gráfico 3.3 Tablas de costos por emisión

COSTOS *		ACCIONES	OBLIGACIONES	TITULARIZACIONES
1	Agente Pagador	0.20%	0.15%	0.20%
2	Auditoría externa			\$1,500 - \$10,000
3	Bolsas de valores: inscripción y mantenimiento	0.03%	0.01%	0.03%
4	Calificadoras de riesgo	0.10% - 0.66%	0.10% - 0.66%	0.50%
5	Casa de valores	0.09% - 2.27%	0.09% - 2.27%	
6	Costos de inscripción en el Registro del Mercado de Valores	\$250 - \$10,000	\$250 - \$10,000	\$250 - \$10,000
7	Costos varios	\$ 3,000	\$ 3,000	
8	Emisión de los títulos			0.18%
9	Estructuración del proceso			0.35%
10	Intermediario de Valores			0.10%
11	Publicación del Prospecto de Oferta Pública			0.40%
12	Remuneración fiduciaria por la administración del proceso			0.35%
13	Representante de los obligacionistas	0.15%	0.03% - 0.24%	
14	Tasa de interés			1.5% - 3.00%

Elaborado: <http://www.ecuador Invierte.com>

3.3.1 Comparación de los costos totales de los instrumentos del mercado de valores con respecto al costo del crédito del Sistema Financiero

Con la finalidad de establecer una comparación entre los costos totales de los procesos de emisión de obligaciones, papel comercial y titularización y los del Sistema Financiero, se considera necesario partir del supuesto de que en un proceso emisión de cualquier instrumento del mercado de valores, los recursos

que recibe el emisor u originador del proceso, se obtienen exclusivamente en la fase de colocación de los valores al público inversionista, por lo que el costo de un proceso debe ser medido en función del monto de colocación de valores, estableciéndose una relación porcentual, que puede ser comparada con los rubros que conforman el costo de un crédito del Sistema Financiero.

Para comparar los costos de los créditos que concede el sistema financiero, con los derivados de los procesos de emisiones de oferta pública de valores, se procedió de la siguiente manera:

Las tasas de interés consideradas en los diferentes títulos emitidos a través de oferta pública, se cotejan con la tasa de interés otorgada por los bancos privados al sector corporativo en plazos mayores a 360 días, vigentes en las fechas de autorización de la emisión respectiva; y, por otra parte, los otros costos implícitos en los procesos de emisión, se los compara con los originados en el impuesto a SOLCA, comisiones bancarias y otros (gastos legales, notariales, etc.) en los que incurren los demandantes del crédito del sistema bancario. En el cuadro que a continuación se expone, se presentan las tasas que estuvieron vigentes para el sector corporativo y no corporativo, debiendo anotarse que éstas últimas se las consigna con fines meramente referenciales.

Vale destacar que para aquellos papeles que se han negociado con descuento, las tasas de éstos, están consideradas dentro de los costos de

colocación, es decir, como propios de la emisión de los títulos, en razón de que las tasas de descuento no están previstas por el emisor y solo se las conoce el momento de la negociación del título.

3.3.2 Costo del Sistema Financiero (Banco Privados)

Para la definición de costos del sistema financiero se ha considerado la tasa activa referencial promedia del año 2008 que publica el Banco Central, la cual constituye el promedio ponderado de los préstamos otorgados por los bancos privados al sector corporativo, identificado generalmente con la gran empresa, que son las más susceptibles de hacer procesos de emisión. También se incluye como un dato referencial a la tasa máxima de interés convencional, que constituye aquella a la cual se presta al sector no corporativo, que involucra a la gran masa de pequeñas y medianas empresas.

Tabla 3.3.2 Tasas cobradas por Sector

CONCEPTO	SECTOR CORPORATIVO	SECTOR NO CORPORATIVO
PROMEDIO TASA ACTIVA REFERENCIAL 1/	10.33%	15.71%
IMPUESTO SOLCA	1.00%	1.00%
COMISION BANCARIA 2/	1.00%	2.00%
OTROS 3/	0.50%	0.50%
COSTO TOTAL	13.83%	19.21%

1/ Índice promedio del 2004

2/ Puede llegar hasta el 4%

3/ Incluye gastos notariales, avalúos y de escrituración.

Los costos de comisión bancaria y otros están considerados en sus niveles más conservadores. Por otro lado, cabe destacar que con excepción de la tasa activa, que tiene un costo anual, los otros rubros de cobro constituyen egresos por una sola vez en cada operación crediticia; también por esta razón los costos anuales de créditos mayores a un año pueden ser inferiores.

3.3.3 Costos totales de los mecanismos de financiamiento del mercado de valores

A continuación se exponen los costos totales de emisión y colocación (excluyendo las tasas de interés que constan en los distintos valores emitidos) por cada instrumento, así como el porcentaje que representan frente a los montos colocados.

Tabla 3.3.3.1 Costos de emisiones de obligaciones (cifras en dólares)

EMISIÓN DE OBLIGACIONES									
Emisor	Monto colocado (a)	PLAZO (días)	Costos totales (b)	Peso de los costos % (c)=b/a	% Promedio anual (d)	Tasa promedio ponderada de cada papel (e)	Tasa total de cada papel (f) =d+e	Tasa activa bancaria para el sector corporativo (g)	Ventaja financiera (puntos porcentuales) (h)=g-f
INDUSTRIAS ALES	5,000,000	1,440	176,678.00	3.53	0.88	8.91	9.79	17.05	7.26
CASABACA	3,000,000	720	73,214.30	2.44	1.22	8.95	10.17	13.34	3.17
GMAC DEL ECUDOR	15,000,000	720-1440	167,127.50	1.11	0.28	7.00	7.28	11.96	4.68
SEVICIOS CYBERCELL	1,200,000	720	39,376.11	3.28	1.64	8.19	9.83	12.25	2.42
CASABACA	4,000,000	1,260	87,465.93	2.19	0.63	8.03	8.66	11.69	3.03
GMAC DEL ECUDOR	20,000,000	720-1440	146,186.79	0.73	0.18	6.98	7.16	12.26	5.10
HOV HOTELERA QUITO	3,500,000	1,800	86,707.93	2.48	0.50	7.75	8.25	12.26	4.01
ELECTROCAPABLES	5,000,000	1,092	368,372.39	7.37	2.43	4.36	6.79	12.90	6.11

INTEROC	1,800,000	1,080	71,853.28	3.99	1.33	7.36	8.69	12.26	3.57
DIFARE	4,000,000	1,080	74,884.73	1.87	0.62	7.91	8.53	11.60	3.07
ARGOS	3,000,000	1,025	107,115.32	3.57	1.25	7.00	8.25	11.80	3.55
CASA TOSI	3,500,000	1,095	247,160.30	7.06	2.32	7.70	10.02	12.90	2.88
MULTIBG	8,000,000	1,800	455,176.47	5.69	1.14	6.26	7.40	12.66	5.26

Tabla 3.3.3.2 Emisión de Papel Comercial (cifras en dólares)

EMISIÓN DE PAPEL COMERCIAL									
Emisor	Monto colocado (a)	PLAZO (días)	Costos totales (b)	Peso de los costos % (c)=b/a	% Promedio anual (d)	Tasa promedio ponderada de cada papel (e)	Tasa total de cada papel f =d+e	Tasa activa bancaria para el sector corporativo (g)	Ventaja financiera (puntos porcentuales) (h)=g-f
C.T.H.	5,660,000	90-359	54,717.03	0.97	0.97	3.04	4.01	11.74	7.73
CORP. MULTI BG	2,000,000	359	46,091.00	2.30	2.30	3.87	6.17	11.50	5.33

Tabla 3.3.3.3 Costos de Titularización (cifras en dólares)

TITULARIZACIÓN									
Originador	Monto colocado (a)	PLAZO (meses)	Costos totales (b)	Peso de los costos % (c)=b/a	% Promedio anual (d)	Tasa promedio ponderada de cada papel (e)	Tasa total de cada papel f =d+e	Tasa activa bancaria para el sector corporativo (g)	Ventaja financiera (puntos porcentuales) (h)=g-f
BCO.AM AZONAS	14,144,968.93	17-48	506,977.00	3.58	0.90	9.05	9.95	14.47	4.52
C.T.H.	13,739,785.80	67-104	1,172,103.00	8.53	0.98	8.54	9.52	12.26	2.74

Nota: La Tasa Activa Referencial para el Sector Corporativo corresponde a la del mes en el cual se inscribió cada valor en el Registro del Mercado de Valores, y está incrementada en 2,5% (1% SOLCA, 1% comisión bancaria y 0,5% escrituras y avalúos).

a. Titularización

Los datos anteriores permiten observar que los costos imputables a los procesos de titularización anualizados han representado entre el 0.90% y 0.98% de los montos colocados. Estos porcentajes sumados a la tasa promedio ponderada que se consigna en los respectivos títulos, que varían entre 8.54% y 9.05%, dan los costos totales en los procesos de titularización; en el peor de los casos, estos costos alcanzan a 9.95%, que comparado con la tasa activa bancaria del sector corporativo (12.26% y 14.47%) , presentan una ventaja financiera de 2.74 y 4.52 puntos porcentuales respectivamente.

Haciendo un supuesto de que los costos totales de los dos ejemplos señalados (entre \$500.000 y \$1 millón) se mantendrían más o menos constantes al igual que los plazos, en emisiones de menores montos un proceso de titularización se justificaría en valores de al menos \$3 millones, ya que al hacerlo por montos inferiores se tendrían costos iguales o superiores a los de los bancos privados.

En el caso de la titularización de Pacificard S.A., por su emisión de US\$ 43 millones de dólares, en términos financieros, resulta una ventaja financiera dado que los costos 9.96%

b. Emisión de Obligaciones

En lo que se refiere a la emisión de obligaciones, los costos totales anualizados representan en sus niveles mínimo y máximo el 0.18% y el 2.43 de los montos colocados, correspondientes a \$20 millones y \$5 millones, respectivamente. Estos porcentajes sumados a la tasa que devengan los valores llegan a 7.16% y 6.79, respectivamente, tasas que son inferiores en 5.10 y 6.11 puntos porcentuales a las tasas activas calculadas para el sistema financiero que corresponden en cada caso al 12.26% y 12.90%.

De los casos analizados, se observa que la ventaja financiera de la emisión de obligaciones frente a las tasas de los bancos privados es muy significativa, pues en su nivel más bajo llega a 2.42 puntos porcentuales y en el nivel más alto a 7.26 puntos porcentuales, que en promedio llega a 4.84 puntos porcentuales.

Cabe destacar que las emisiones que tienen una menor incidencia de costos de emisión y colocación, corresponden a las que se negociaron sin descuento.

Para expresar los costos en forma anual, se dividió el porcentaje que representan los costos totales en los montos colocados para el plazo de la

emisión. En el caso de varios plazos se tomó el más largo pues la mayoría de los costos siguen vigentes durante todo el plazo de la emisión.

En términos generales, de acuerdo con la información disponible en el presente estudio, se estima que la emisión de obligaciones reporta ventajas frente a los costos de la banca privada para montos iguales o superiores a un millón de dólares. En efecto en los 13 casos analizados ninguna emisión ha sido inferior al monto señalado.

Las diferencias entre los costos de emisión y colocación de los títulos analizados, respecto de los costos calculados para los préstamos de los bancos privados, correspondieron en su mayor parte al año 2008, debiendo anotarse por lo mismo que con las sucesivas reducciones que han tenido las tasas de interés, la ventaja financiera señalada necesariamente se habrá reducido a la fecha.

c. Papel Comercial

Los costos anualizados en este tipo de papeles representan el 0.97% y 2.3% de los montos colocados, que incorporados a la tasa promedio ponderada consignada en los correspondientes valores alcanzan al 4.01% y 6.17%, respectivamente.

Estas tasas comparadas con las tasas activas bancarias calculadas para el sector corporativo genera una ventaja financiera que va del 5.33 y 7.73 puntos porcentuales, que están entre las más altas de los títulos de deuda analizados.

Dada esta ventaja financiera que presentan estos papeles, los montos mínimos de emisión pueden ser inferiores al señalado para las emisiones comunes, por lo que este mecanismo puede ser utilizado también por empresas de menor tamaño de las que hasta el momento han emitido

Conclusiones

En base a nuestro análisis financiero de la Compañía Pacificard S.A., y al comparativo de los tres mecanismos analizados Emisión de obligaciones, Titularización y Papel Comercial, existe una relación inversamente proporcional entre el monto de emisión colocado en el mercado y sus correspondientes costos de emisión; de lo que se puede concluir es que mientras mayor sea el monto emitido, autorizado y colocado, el impacto de estos costos serán proporcionalmente menor.

En el caso de la emisión de obligaciones los costos anualizados varían entre 0.18% y 2.42% de los montos colocados, que sumados a la tasa devengan estos valores llegan 7.16% y 6.78% que así mismo son inferiores a la tasa que cobrá la banca privada.

En el caso del Papel Comercial, los costos anualizados representan los 0.89% y 2.30% de los montos colocados, que incorporados a las tasas consignadas en los correspondientes valores llegan a 3.93% y 6.17%. Favorables para ambos casos.

En el caso de la Titularización, los costos anualizados imputables a los procesos de emisión han representado el 0.90% y el 0.98% de los montos colocados, estos sumados a las tasas promedio ponderadas que consignan los

respectivos títulos oscilan entre 9.52% y 9.95% la cuales resultan ser menores a la tasa activa que cobra la banca privada al sector corporativo.

En el caso de Pacificard S.A., financiarse realizando una titularización de flujos futuros de Mastercard S.A., resulta ser más viable y factible, que emitir papel comercial y obligaciones, puesto que el monto colocado puede ser mayor (millones de dólares) y estará garantizado por un activo de la Compañía en este caso a por la cartera por cobrar a Mastercard Internacional. Así mismo la Compañía deberá no depender tanto del financiamiento con su único accionista para mejorar su eficiencia interna y obtener mayor liquidez en el patrimonio técnico.

Recomendaciones

Recomendaría a Pacificard S.A., que su financiamiento tanto por deuda directa con su accionista el Banco del Pacífico S.A., para lo cual propondría una relación de 70% deuda y 30% propia capitalización para mejorar la eficiencia interna financiera de la Compañía.

BIBLIOGRAFÍA

- BESLEY Y BRIGHAM, (2008), `Fundamentos De Administración Financiera_. McGraw-Hill (200, 12ava edición)
- MYERS, Stewart. (2001). `Capital Structure_. The Journal of Economic Perspectives.
- MODIGLIANI, Franco & MILLER, Merton. (1958). `The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment_. The American Economic Review.
- DIRECCION DE ESTUDIOS DE MERCADO DE VALORES (2006). `Emisión de Costos de Emisión: Emisión de obligaciones, Papel Comercial y procesos de Titularización_. Intendencia de Mercado de Valores.
- Internet:
 - <http://www.supercias.gov.ec/Documentacion/Mercado%20Valores/> (Ley de Mercado de Valores)
 - <http://www.ccbvq.com/> (Bolsa de Valores de Quito)
 - <http://www.mundobvq.com/> (Bolsa de Valores de Guayaquil)
 - <http://www.superban.gov.ec/> (Superintendencia de Bancos y Seguros del Ecuador)