



Departamento de Posgrados

Análisis de los impactos de una Emisión de Obligaciones vs una Titularización de Cartera como alternativas de liquidez para las empresas comerciales.

**Trabajo de Graduación previo a la obtención del título de Magister en Administración de Empresas**

**Autora:**

**María Verónica Medina Toral**

**Director:**

**Ing. Iván Orellana**

**Cuenca Ecuador**

**2013**

## **AGRADECIMIENTO**

Agradezco a mis padres por haberme apoyado en el desarrollo de este trabajo.

A mi director Ing. Iván Orellana por haber guiado y orientado mi trabajo de tesis.

## RESUMEN

El presente trabajo de graduación tiene como finalidad dar a conocer cómo las empresas pueden obtener recursos monetarios a mejores costos y plazos a través de fuentes alternativas de financiamiento como las ofrecidas por el mercado de valores.

Para el caso se analizó los efectos de instrumentar una Emisión de Obligaciones vs una Titularización de Cartera en las empresas comerciales como herramienta de liquidez.

El uso de estas herramientas bursátiles puede ayudar a las empresas a depender menos de la banca tradicional y a diversificar su mix de financiamiento, esto les permitirá reestructurar sus pasivos o financiar proyectos de expansión que ayuden a generar mayores resultados que contribuyan a potencializar el negocio.


## ABSTRACT

The goal of the present graduation project is to enlighten companies on how to obtain monetary resources at better costs and time periods, through alternative financing sources such as the stock market.

We analyzed the effects of implementing Bond Issues vs. Portfolio Securitization in trade companies as a liquidity tool.

These market tools can help companies depend less on the traditional bank system and to diversify their financing mix. This will allow them to restructure their passives or to finance their expansion projects in order to generate better results that contribute to potentiate the business.

  
UNIVERSIDAD DEL  
AZUAY  
DPTO. IDIOMAS

  
Translated by,  
Diana Lee Rodas

## INDICE DE CONTENIDOS

AGRADECIMIENTO .....	II
RESUMEN .....	III
ABSTRACT .....	IV
INTRODUCCION .....	8
CAPITULO I .....	10
MERCADOS FINANCIEROS.....	10
1.1 MERCADO DE CAPITALS .....	14
1.1.1    MERCADO DE VALORES .....	17
1.1.2    CLASIFICACION DEL MERCADO DE VALORES .....	19
1.1.2.1    MERCADO DE VALORES POR SU ORGANIZACIÓN.....	19
1.1.2.2    MERCADO DE VALORES POR MADUREZ DE LA OBLIGACION.....	19
1.1.3    CLASIFICACION DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS .....	20
1.1.3.1    SEGÚN SU NATURALEZA.....	20
1.1.3.2    SEGÚN SU DESIGNACION.....	21
1.1.3.3    SEGÚN SU TIEMPO DE VIGENCIA.....	21
1.1.3.4    SEGÚN LA RENTA QUE GENERAN.....	21
1.1.3.5    SEGÚN EL EMISOR.....	22
1.1.4    TIPOS DE INVERSIONISTAS EN EL MERCADO .....	22
1.1.5    MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO EN EL MERCADO DE VALORES .....	27
1.1.5.1    EMISION Y OFERTA PUBLICA DE ACCIONES.....	28
1.1.5.2    EMISION Y OFERTA PUBLICA DE DEUDA.....	28
1.1.5.3    TITULARIZACION.....	32
1.1.5.4    FONDOS COLECTIVOS.....	33
1.2 INSTITUCIONES DEL MERCADO DE VALORES.....	34
1.2.1    BOLSAS DE VALORES .....	35
1.2.2    CASAS DE VALORES .....	36

1.2.3	EMISORES DE VALORES.....	39
1.2.4	CALIFICADORAS DE RIESGO .....	39
1.2.5	ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS .....	43
1.2.6	COMPAÑÍAS DE CUSTODIA DE VALORES .....	46
1.3	EL MERCADO DE CAPITAL EN EL ECUADOR .....	48
1.4	ANÁLISIS DEL SECTOR COMERCIAL ENFOCADO A LA INDUSTRIA DE ELECTRODOMESTICOS .....	55
1.4.1	ANÁLISIS F.O.D.A DEL SECTOR COMERCIAL ENFOCADO A LA INDUSTRIA DE ELECTRODOMESTICOS .....	59
CAPITULO II .....		63
EMISION DE OBLIGACIONES .....		63
2.1	PROCEDIMIENTO PARA LA EMISION DE OBLIGACIONES .....	65
2.1.1	CALIFICACION DE RIESGO DE LOS VALORES A OFERTARSE.....	65
2.1.2	CONTRATACION DEL REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS Y DEL AGENTE PAGADOR .....	65
2.1.3	PROSPECTO DE LA OFERTA PUBLICA DE LAS OBLIGACIONES .....	66
2.1.4	COLOCACION DE LAS OBLIGACIONES .....	66
2.1.5	ORGANISMOS DE CONTROL.....	66
2.2	EFFECTO FINANCIERO DE UNA EMISION DE OBLIGACIONES .....	67
2.2.1	COSTO FINANCIERO DE INSTRUMENTAR UNA EMISION DE OBLIGACIONES .....	67
2.2.2	EFFECTO EN BALANCES, FLUJO DE EFECTIVO Y RATIOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA.....	69
2.2.3	VENTAJAS, DESVENTAJAS Y RIESGOS DE EMITIR OBLIGACIONES.....	76
CAPITULO III .....		78
TITULARIZACION DE CARTERA .....		78
3.1	PROCEDIMIENTO PARA LA TITULARIZACION DE CARTERA.....	78
3.1.1	PARTES QUE INTERVIENEN EN EL PROCESO DE TITULARIZACION DE CARTERA..	79
3.1.2	TRANSFERENCIA DE DOMINIO .....	81
3.1.3	MECANISMOS DE GARANTIA .....	82
3.1.4	COLOCACION DE TITULOS EMITIDOS.....	83
3.1.5	ORGANISMOS DE CONTROL.....	84
3.2	EFFECTO FINANCIERO DE UNA TITULARIZACION DE CARTERA .....	86
3.2.1	COSTO FINANCIERO DE INSTRUMENTAR UNA TITULARIZACION DE CARTERA ...	86

3.2.2	EFFECTO EN BALANCES, FLUJO DE EFECTIVO Y RATIOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA88	
3.2.3	VENTAJAS, DESVENTAJAS Y RIESGOS DE TITULARIZAR CARTERA.....	96
CAPITULO IV	.....	98
ANALISIS FINANCIERO COMPARATIVO	.....	98
4.1	MATRIZ DE VARIACION ENTRE LAS DOS ALTERNATIVAS DE LIQUIDEZ.....	98
4.1.1	EFFECTO EN BALANCES, FLUJO DE EFECTIVO Y RATIOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA.....	98
4.1.2	ANALISIS DE RIESGO.....	106
CONCLUSIONES	.....	118
RECOMENDACIONES	.....	120
BIBLIOGRAFIA	.....	121
ANEXOS	.....	123
ANEXO 1	.....	124
ANEXO 2	.....	125
ANEXO 3	.....	129
ANEXO 4	.....	130
ANEXO 5	.....	132
ANEXO 6	.....	133
ANEXO 7	.....	134
ANEXO 8	.....	140
ANEXO 9	.....	158
ANEXO 10	.....	161
ANEXO 12	.....	167
ANEXO 13	.....	169
ANEXO 14	.....	170
ANEXO 15	.....	171
ANEXO 16	.....	177

## INTRODUCCION

El financiamiento a través del mercado de valores en el Ecuador, se ha vuelto una práctica cada vez más utilizada por las empresas para contar con la liquidez adecuada que les permita continuar con su crecimiento.

Los bancos ocupan un lugar primordial en el financiamiento de las empresas. Actualmente el otorgamiento de créditos por parte de la banca es cada vez más restrictivo dado a las últimas políticas implantadas por el gobierno, por lo que las empresas deben buscar fuentes alternativas de financiamiento.

Hoy en día el mercado de valores constituye un medio ágil para obtener recursos financieros, las empresas pueden decidir de acuerdo a las condiciones del mercado la estructura de financiamiento más conveniente, buscando abaratar el costo del crédito con una tasa de financiamiento competitiva y mejores plazos que se adapten a sus flujos y estructura cíclica.

Desde el punto de vista del inversionista el beneficio se ve reflejado en encontrar mayores tasas de rendimiento en comparación a las ofrecidas por el sistema financiero. Los inversionistas pueden elegir el plazo de sus inversiones y el nivel de riesgo que decidan tomar.

“Al cumplir este ciclo de inversión- financiamiento se genera la desintermediación financiera, es decir que los recursos de los ahorristas, que pueden ser personas, empresas, la seguridad social, etc. se canalizan directamente a la empresa emisora de valores y de esta forma se logran mejores condiciones para las dos partes, se financia la producción y el empleo y en este proceso se genera un círculo virtuoso para la economía del país.”<sup>1</sup>

Durante el periodo enero-septiembre del 2012, la Superintendencia de Compañías, a través de las Intendencias de Mercado de Valores de Quito y Guayaquil, autorizó 86 emisiones de valores por un valor total de \$1.131,51 millones.

De las 86 emisiones autorizadas a través de oferta pública, 77 fueron a emisores u originadores del sector mercantil (89,5%) y 8 del financiero (9,3%) y uno del sector público no financiero (1,16%). Es decir que a nivel nacional durante el periodo en análisis se autorizaron, en promedio, 9,5 emisiones por mes.

---

<sup>1</sup> Inventario Bolsa de Valores de Quito 2010-2011, La Formación Financiera en el Ecuador, Ulises Alvear, pago. 22



El monto total autorizado de emisiones de valores a través de procesos de oferta pública, se distribuye en \$314,1 millones en obligaciones, \$508,8 millones en papel comercial, \$2,4 millones en acciones y \$302,3 millones en titularizaciones, notas promisorias \$3,9 millones.<sup>2</sup>

La participación de las empresas en el mercado de valores en el Ecuador aún es limitada, lo cual probablemente se deba a la falta de información, de formalidad y de asesoría acerca de los beneficios del mismo.

El uso de herramientas bursátiles como Emisión de Obligaciones o Titularización de Cartera puede ayudar a la empresa a reestructurarse financieramente y a tener un costo de fondos más bajo, lo que le permitiría mejorar su rentabilidad.

A través de este estudio se pretende analizar los impactos de instrumentar una Emisión de Obligaciones vs una Titularización de Cartera como alternativas de liquidez en las empresas comerciales.

El primer capítulo tratará aspectos teóricos del Mercado de Valores, su estructura, sus participantes y los instrumentos financieros que ofrece.

El segundo capítulo se enfocará en la Emisión de Obligaciones como tal, el procedimiento que se debe seguir para instrumentarla, sus costos, efectos financieros, ventajas, desventajas y riesgos de emitirlas.

El tercer capítulo analizará la Titularización de Cartera, el procedimiento que debe seguirse para instrumentar una, sus costos, efectos financieros, ventajas, desventajas y riesgos.

El cuarto capítulo realiza un análisis financiero comparativo entre las dos alternativas presentadas. Se complementa con un enfoque de riesgo financiero y legal.

Finalmente se observarán las conclusiones y recomendaciones a las que se ha llegado después de realizado el estudio.

---

<sup>2</sup> Breve análisis de la evolución del mercado de valores durante el tercer trimestre del 2012, Superintendencia de Compañías.

## CAPITULO I

### MERCADOS FINANCIEROS

Los Mercados Financieros han demostrado un rápido crecimiento en los últimos años, estos han traído muchas ventajas al permitir a los participantes diversificar mejor el riesgo.

Estos mercados desempeñan una función esencial en la movilización del ahorro y su asignación a inversiones productivas.

En varios países industriales, como Estados Unidos y el Reino Unido, los mercados financieros han mejorado considerablemente el funcionamiento de las economías en la última década, a través del desarrollo de una amplia gama de productos que permiten asignar el ahorro de forma más eficiente.

En América Latina varios países han avanzado satisfactoriamente en el desarrollo de sus mercados financieros. Brasil y Chile han desarrollado mercados de derivados de divisas que se cuentan entre los más sofisticados y transparentes del mundo. Esta evolución está ayudando a fomentar la estabilidad y el crecimiento económico.

A medida que crecen los mercados financieros, aumenta la disponibilidad de crédito y se fomenta un crecimiento no inflacionario más rápido. Y a medida que los mercados financieros se vuelven más sofisticados y se facilitan las tareas de gestionar y cubrir riesgos, las economías pueden hacer frente a la volatilidad eficazmente.

Los mercados financieros son cada vez más importantes para el desarrollo económico. Su calidad es esencial para la estabilidad económica y el éxito de los países en un mundo financiero globalizado. Los gobiernos, los bancos centrales, las autoridades regulatorias y el sector privado deben contribuir a fomentar el establecimiento de mercados financieros sólidos, flexibles e innovadores.<sup>3</sup>

En economía, todo funciona según el principio de la oferta y demanda, la finalidad del mercado financiero es poner en contacto oferentes y demandantes de fondos, y determinar los precios justos de los diferentes activos financieros.

El Mercado Financiero es el lugar, mecanismo o sistema en el cual se compra y vende cualquier activo financiero, permite canalizar los recursos financieros de aquellos agentes que tengan excedentes de recursos financieros hacia los agentes económicos con déficit de

---

<sup>3</sup> [www.imf.org](http://www.imf.org). Crecimiento económico y desarrollo del mercado financiero: Fortalecimiento de Integración. Rodrigo Rato y Figaredo. Fondo Monetario Internacional.

recursos, a fin de dinamizar el proceso de producción y generación de riqueza de la economía.

La definición técnica de mercado financiero es un lugar o situación que ofrece un mecanismo facilitador para que los agentes económicos puedan intercambiar recursos financieros.<sup>4</sup>

Los mercados financieros se caracterizan por:

**-Amplitud:** es la cantidad de títulos que se negocian, es más amplio mientras más se negocia.

**-Profundidad:** Por la existencia de curvas de oferta y demanda por encima o por debajo del precio de equilibrio en un momento dado.

**-Libertad:** No existen barreras de entrada o de salida.

**-Flexibilidad:** Los precios de los productos financieros varían ante variaciones en la economía.

**-Transparencia:** La información es fácil de obtener. Mientras más fácil se consigue, el mercado es más transparente.

## **TIPOS DE MERCADOS FINANCIEROS**

Los mercados financieros se pueden clasificar de la siguiente manera:

### **1. Por el tipo de derecho que generan:**

- Mercado de deudas
- Mercado de acciones

### **2. Por el momento de su transacción:**

- Mercados primarios
- Mercados secundarios

### **3. Por la forma de organización:**

- Mercados de subasta física
- Mercados Virtuales

---

<sup>4</sup> Aguirre Gomez Luis. (2011), Manual de Financiamiento para empresas. Ecuador. Primera Edición.. Pg 64

#### **4. Por el plazo de entrega o perfeccionamiento de la operación:**

- Mercado de efectivo
- Mercado de derivados

#### **5. Por el plazo de vencimiento de los activos financieros:**

- Mercado Monetario o de dinero
- Mercado de capitales

#### **Mercado Monetario**

El mercado monetario negocia activos financieros de corto plazo y por ende de bajo riesgo. Fundamentalmente intervienen las instituciones bancarias y sociedades financieras, las cuales ofrecen al público inversiones generalmente con plazos inferiores a un año. Aquí se incluyen activos altamente líquidos, tales como billetes, monedas y depósitos a la vista, que fundamentalmente se destinan a operaciones de préstamo de muy corto plazo y al financiamiento del déficit fiscal. La institución típica de este mercado es el Banco Central.

Dentro del mercado monetario encontramos el mercado de crédito, aquí se negocian activos financieros de corto plazo, para satisfacer principalmente necesidades de tipo coyuntural de las empresas que les originan descalces financieros. Los intermediarios que atienden este mercado son los bancos comerciales, financieras y demás instituciones financieras.

El mercado monetario sirve para recaudar fondos de corto plazo que están representados en el pasivo corriente del balance general de aquellas empresas que tomaron dichos fondos.<sup>5</sup>

#### **Mercado de Capitales**

En este mercado se ofrecen y demandan fondos para financiar proyectos de mediano y largo plazo. Las instituciones clásicas son las bolsas y casas de valores.

Los períodos de mediano plazo se ubican entre dos y cinco años; más de cinco años se los puede considerar como largo plazo. Los instrumentos principales de este mercado son las acciones comunes, las acciones preferentes, los bonos y las obligaciones.

Los fondos captados con estas alternativas se dirigen primordialmente a actividades productivas es decir promueven plazos para el desarrollo.

---

<sup>5</sup> Aguirre Gomez Luis. (2011), Manual de Financiamiento para empresas. Ecuador. Primera Edición.. Pg 66

A diferencia del mercado monetario, en este espacio, el riesgo es mayor y se pueden obtener ganancias de capital más atractivas. El riesgo asumido no radica únicamente en los resultados de los emisores, sino también en el entorno económico.

Este capítulo centrará su estudio en los mercados financieros, clasificados por el plazo de vencimiento de sus activos: mercado de valores o capitales.

## **INTERMEDIARIOS EN EL MERCADO FINANCIERO**

El mercado financiero puede ser dividido de acuerdo a sus intermediarios en 2 grandes segmentos:

- a. El mercado de las Instituciones financieras.
- b. El mercado de las Bolsas de Valores

**a. Mercado de las Instituciones Financieras.** Es aquel que tiene como centro los bancos e instituciones financieras, las mismas que canalizan los recursos, mediante intermediación indirecta, a través de los procesos de ahorro, crédito e inversión.

En este mercado los recursos financieros de los ahorristas e inversionistas, se transfieren primero a una institución financiera generalmente un banco, que a su vez se encarga de realizar una evaluación de riesgo y crediticia para colocarlo en diferentes sectores de la actividad empresarial.<sup>6</sup>

**b. Mercado de la Bolsa de valores.** Más conocido como mercado bursátil, es aquel que tiene como centro a las Bolsas de Valores; propicia la canalización de los recursos vía directa.

En este mercado las empresas captan fondos directamente de los ahorristas e inversionistas, sin que tenga que existir un intermediario. Esto lo consiguen a través de la emisión de títulos valores, sean de deuda o patrimonio, que luego son negociados en la bolsa de valores. Este tipo de mercado minimiza la colocación de los fondos en recursos ociosos, o sea que estén fuera del circuito del gasto, evitando la contracción de las posibilidades de crecimiento económico de forma autónoma.

Todas las negociaciones efectuadas fuera de la Bolsa de Valores se las conoce con el nombre de mercado extrabursátil, se negocian títulos que si bien no requieren estar inscritos

---

<sup>6</sup> Mercado de Valores, Texto-Guía. Universidad Particular de Loja, pg16

en la bolsa, sí deben anotarse en el registro de valores de cada país. Generalmente los títulos que se negocian son de renta fija.<sup>7</sup>

Las modalidades de mesa de dinero y banca de inversión que poseen las instituciones bancarias y financieras, son parte del mercado extrabursátil.

## DIFERENCIAS ENTRE EL MERCADO MONETARIO Y DE CAPITALES

MERCADO MONETARIO	MERCADO DE CAPITALES
Instituciones financieras, Banca Comercial	Casas y Bolsas de Valores
Recursos de corto plazo	Recursos de mediano y largo plazo
Valores de bajo riesgo y alta liquidez	Alto riesgo
Mercados de Consumo	Mercados de Desarrollo
Poca información (cerrado)	Entrega de información (abierto)
Mayores Costos	Menores Costos
Títulos de renta fija y de corto plazo	Títulos de renta fija y variable de largo plazo
No requiere calificación de riesgo	Requier calificación de riesgo
Reporte extrabursátil	Reporte bursátil
Puede ser utilizado para ejecutar política monetaria gubernamental	Mejor rentabilidad

FUENTE: Manual de Financiamiento para Empresas  
ELABORACION: Propia

### 1.1 MERCADO DE CAPITALES

En la actualidad se consideran tres centros mundiales que reflejan con mayor nitidez el panorama global: Nueva York, Londres y Tokio. Sin embargo, otros mercados, principalmente de derivados, destacan como los de Chicago, Osaka, Zúrich, Hong Kong y Singapur, este último presenta un rápido posicionamiento en varios nichos del mercado global.

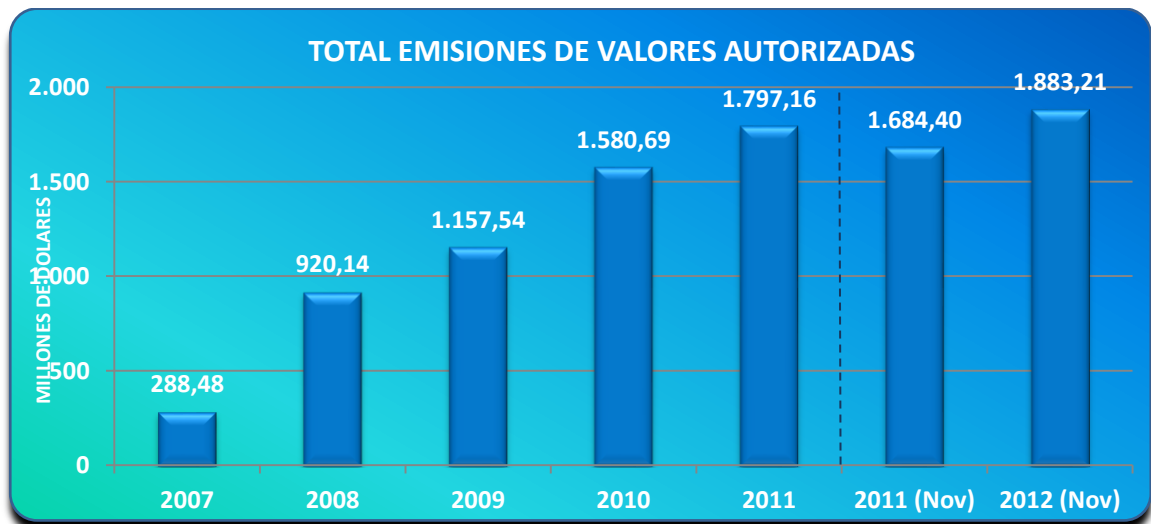
El New York Stock Exchange es el mercado financiero más importante del mundo tanto en volumen de transacciones que opera como por su prestigio siendo la principal referencia

<sup>7</sup> Mercado de Valores, Texto-Guía. Universidad Particular de Loja, pg16

para los mercados restantes. Entre el 10% y el 12% de las empresas participantes son extranjeras por lo tanto no pueden cotizar directamente, deben hacerlo por intermediación de la American Depositary Receipts.

En el Ecuador paulatinamente, las compañías ven al mercado de valores como una fuente importante y diferente de financiamiento, ya que a través de la utilización de los varios mecanismos que ofrece este mercado, como son las obligaciones, el papel comercial y las titularizaciones han conseguido liquidez a costos más bajos, y sobre todo a plazos más largos que el ofrecido por el sistema financiero tradicional.

Las autorizaciones de oferta pública en el período comprendido desde enero hasta noviembre del 2012, ascendieron a 1,883 millones 214 mil dólares, que comparadas con los montos autorizados en igual período del ejercicio anterior (enero - noviembre 2011), que totalizaron 1,684 millones 400 mil dólares, representa un incremento del 11,8% en el período actual.<sup>8</sup>

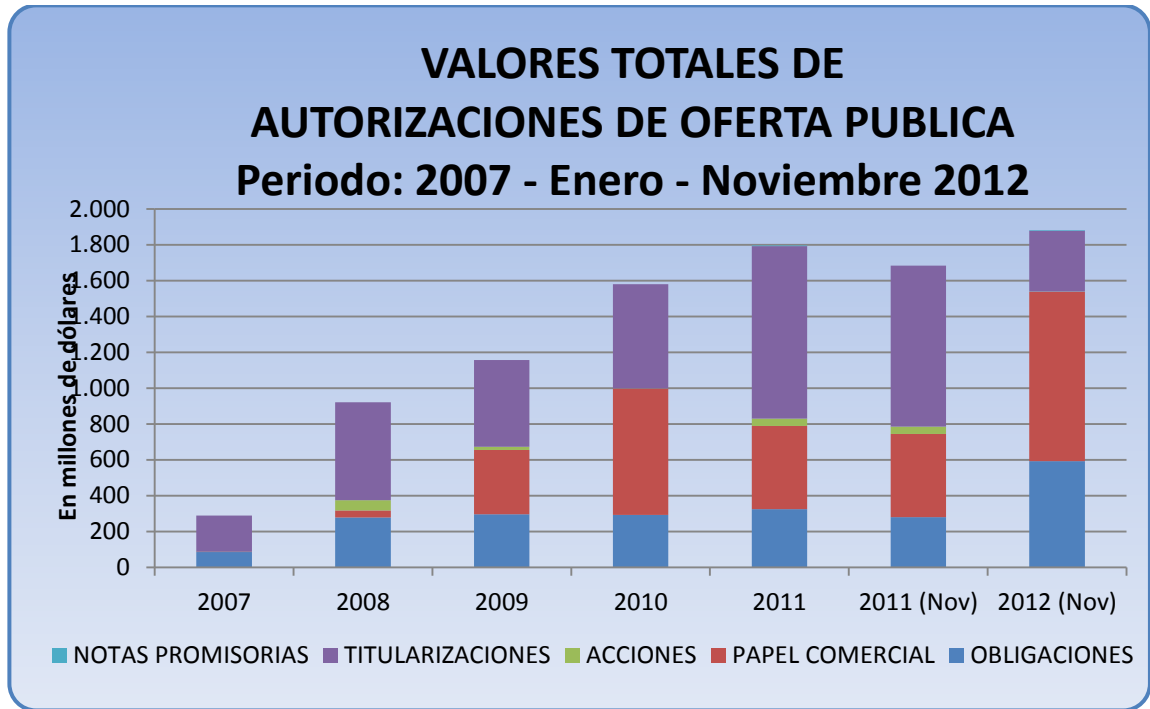


FUENTE: Direcciones de Autorización y Registro de Mercado de Valores  
ELABORACION: Dirección de Estudios

Hasta el momento, la oferta pública de Papel Comercial ha sido la de mayor monto autorizado a nivel nacional, con un total de 944,8 millones de dólares; es el mecanismo de financiamiento que ha utilizado prioritariamente la banca, seguido de las Obligaciones cuya autorización a noviembre del 2012, alcanza los 593 millones de dólares y de las Titularizaciones con 339 millones de dólares. El sector mercantil ha sido autorizado para

<sup>8</sup> Breve análisis del comportamiento de la oferta pública a noviembre 2012, Superintendencia de Compañías

emitir en este período el 37,56% del total de las autorizaciones y el sector financiero el 62,23%, observándose que el mercado de valores, se manifiesta como una alternativa válida para el financiamiento empresarial como para el financiero, lo que ha permitido canalizar recursos a las actividades productivas, siendo los principales sectores que han intervenido en materia de oferta pública el de Intermediación financiera con el 62% sobre el total, Comercio 15,47% e Industrias manufactureras 10,6%.<sup>9</sup>



FUENTE Y ELABORACION: Direcciones de Autorización y Registro de Mercado de Valores

(CIFRAS EN MILLONES DE DOLARES)

AUTORIZADAS	2007	2008	2009	2010	2011	2011 (Nov)	2012 (Nov)
<b>OBLIGACIONES</b>	85,00	277,45	296,30	291,70	324,95	279,45	593,04
<b>PAPEL COMERCIAL</b>	2,00	40,25	359,00	706,00	464,10	464,10	944,80
<b>ACCIONES</b>	0,37	56,07	16,84	0,15	41,48	41,48	2,36
<b>TITULARIZACIONES</b>	201,11	548,37	485,4	582,84	962,37	899,37	339,05
<b>NOTAS PROMISORIAS</b>	0,00	0,00	0,00	0,00	4,26	0,00	3,96
<b>TOTAL</b>	<b>288,48</b>	<b>922,14</b>	<b>1.157,54</b>	<b>1.580,69</b>	<b>1.797,16</b>	<b>1.684,40</b>	<b>1.883,21</b>

FUENTE Y ELABORACION: Direcciones de Autorización y Registro de Mercado de Valores  
ELABORACION: Dirección de Estudios

<sup>9</sup> Breve análisis del comportamiento de la oferta pública a noviembre 2012, Superintendencia de Compañías



### 1.1.1 MERCADO DE VALORES

“El mercado de valores, siendo parte de los mercados financieros, canaliza el ahorro del público hacia la inversión y hacia la generación de nuevas fuentes de financiamiento, a través de un rendimiento económico que resulta de compartir el riesgo de las empresas, orientando el superávit económico hacia la inversión y no hacia el consumo”.<sup>10</sup>

Para que se dé un correcto desarrollo del mercado de valores, debe existir una intensa participación del sector privado, su acceso debe ser libre pero regulado y la determinación de los precios debe ser producto de la oferta y la demanda.

Los intermediarios deben ser funcionarios calificados que puedan asesorar a los inversionistas como demandantes de recursos.

Lo importante es generar, mantener y aumentar la confianza de los actores en el mercado.

En el Ecuador el mercado de valores o capitales se encuentra debidamente regulado por la Superintendencia de Compañías y por el Consejo Nacional de Valores quienes dictan las normas y ejercen el control para el buen funcionamiento del mercado y en beneficio de todos sus actores.

#### **BENEFICIOS DEL MERCADO DE VALORES**

- Contar con un mercado eficiente, alternativo y complementario a los financieros tradicionales, como el bancario, pues ofrece variedad de opciones tanto de financiamiento como de inversión.
- Poder adecuar la política de inversiones a las necesidades reales de financiamiento, lo que permite definir las condiciones de las operaciones: montos, plazos, tasas de interés, amortización y demás especificaciones.
- Disponer de fuentes de financiamiento diversificadas que permiten una mayor estabilidad, incluso mayores plazos de financiamiento, aspectos especialmente importantes para proyectos de inversión de mediano y largo plazo.

---

<sup>10</sup> Inventario 2011-2012 Bolsa de Valores de Quito, Buena gobernanza en el mercado de valores: ¿Existe alguna relación?, Fernando Orellana, pg13.

- Conseguir costos de financiamiento y rendimientos de inversión más convenientes para las partes, ya que en el Mercado de Valores se ofrecen menores costos de financiamiento y rentabilidad más atractiva, en relación con el riesgo de la inversión.

## **VENTAJAS DEL MERCADO DE VALORES**

### **Para las Empresas:**

- Encontrar inversionistas que deseen participar y promover nuevos proyectos y/o fortalecer económicamente a las firmas existentes.
- Definir apropiadamente sus requerimientos específicos de financiamiento y las propias modalidades para la captación de recursos: montos, plazos, tasas de interés, amortización, formas de pago, etc.
- Optimizar su estructura financiera, mejorar la composición de la deuda, obtener fuentes diversificadas de recursos, principalmente de mediano y largo plazo, que garanticen su estabilidad e independencia crediticia y programar con mayor eficiencia los requerimientos financieros.
- Canalizar más adecuadamente el ahorro y fomentar la inversión productiva, elevando la generación del empleo y la productividad de bienes y servicios.
- Promover la imagen corporativa de las entidades, pues el Mercado de Valores es un medio eficaz para difundir apropiadamente su estructura organizativa, potencialidad económica y financiera, perspectivas de expansión y las oportunidades y fortalezas que ofrecen, dinamizando la imagen de las mismas y mejorando su posicionamiento en el mercado.
- Conseguir recursos financieros a plazos más largos que los convencionales, al obtenerlos directamente de los inversionistas.

### **Para los Inversionistas:**

- Permite estructurar su propia cartera de inversiones.
- Encontrar mayores tasas de rendimiento en comparación a las ofrecidas por el sistema financiero.
- Los inversionistas pueden elegir el plazo de sus inversiones y el nivel de riesgo que decidan tomar.
- La Ley de Mercado de Valores y sus regulaciones conexas están orientadas a amparar y proteger al inversionista y brindar una información oportuna y veraz.

### 1.1.2 CLASIFICACION DEL MERCADO DE VALORES

El mercado de valores se clasifica:

1. Según su organización.
2. Según la Madurez de la obligación.

#### 1.1.2.1 MERCADO DE VALORES POR SU ORGANIZACIÓN

Se subdivide en los siguientes mercados:

- a. **Mercado Bursátil.** Es el 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.
- b. **Mercado Extrabursátil.** Es el que 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.
- c. **Mercado Privado.** Se consideran negociaciones de Mercado privado aquellas que se efectúan en forma directa entre comprador y vendedor sin la intervención de intermediarios de Valores autorizados o inversionistas institucionales, sobre valores no inscritos en el Registro del Mercado de Valores o que estando inscritos sean producto de transferencias de acciones originadas en fusiones, escisiones, herencias, legados, donaciones y liquidaciones de sociedades conyugales o de hecho y otras especificadas en la Ley de Mercado de Valores.

#### 1.1.2.2 MERCADO DE VALORES SEGÚN LA MADUREZ DE LA OBLIGACION

Se subdivide en los siguientes mercados:

- a. **Mercado Primario.** Es aquel en que los compradores y el emisor participan directamente o a través de intermediarios, en la compraventa de valores de renta fija o variable y determinación de los precios ofrecidos al público por primera vez.

Mariana Montalvo en su libro Introducción al mundo del Mercado de Capitales tomo I nos dice:

“Los mercados primarios son parte del mercado de valores en el que se transan nuevas emisiones de títulos. A esta plaza acuden las empresas para la obtención de recursos

frescos, para financiar proyectos de expansión, ampliaciones de planta, constituciones de capital, y/o nuevas actividades productivas.

La denominación de primario se origina en el hecho de que los instrumentos financieros se venden por primera vez en el mercado, es decir, cuando se emiten”.

- b. **Mercado Secundario.** Comprende las operaciones o negociaciones que se realizan con posterioridad a la primera colocación; por lo tanto, los recursos provenientes de aquellas, los reciben sus vendedores.

Mariana Montalvo define a los mercados secundarios como:

“Aquellos en los cuales se transan e intercambian los títulos que ya fueron emitidos y colocados en el mercado primario, y cuya negociación no se realiza por primera vez.

Este mercado es muy importante, porque permite a los tenedores de los títulos obtener liquidez mediante su venta. Sin la existencia del mercado secundario, difícilmente se suscribirían emisiones (primarias) de títulos financieros, que pudieran tener la opción de liquidarse (de hacerse efectivo) en un momento dado”.

### 1.1.3 CLASIFICACION DE LOS INSTRUMENTOS FINANCIEROS

#### 1.1.3.1 SEGÚN SU NATURALEZA:

- a. **Valores de Participación.** Los tenedores de los respectivos valores tienen participación en un patrimonio específico. En el caso de las acciones, sus portadores son socios, es decir partícipes del capital social de una sociedad anónima emisora de valores. Esto también sucede con los valores representativos de cuotas de participación en los Fondos de Inversión. En este caso el tenedor del valor es dueño de una parte del patrimonio.
- b. **Valores de contenido Crediticio.** Son aquellos que constituyen una obligación para el emisor, en la que el tenedor del título es acreedor del emisor, de acuerdo con el número de valores que posee. En este caso el tenedor es prestamista de la empresa y adquiere el derecho de percibir la restitución del capital invertido más el rendimiento financiero correspondiente.

### 1.1.3.2 SEGÚN SU DESIGNACION:

- a. **Valores al portador.** Estos valores no están expedidos a favor de persona alguna, en este caso el tenedor material de los valores es dueño de los mismos y su simple tenencia produce el efecto de legitimar al poseedor.
- b. **Valores a la orden.** Son aquellos que son expedidos a favor de una persona específica, en los cuales consta expresamente el término “a la orden”; son susceptibles de transferencia mediante endoso, con la correspondiente cancelación del respectivo valor.
- c. **Valores nominativos.** En éstos expresamente se consigna el nombre de su respectivo titular, con lo que se personaliza a su propietario; se exige que el tenedor sea inscrito en el registro que debe llevar el emisor. Por tanto, únicamente se reconoce como propietario a quien consta en el correspondiente valor así como en el respectivo documento de registro. Estos valores pueden transferirse mediante endoso, pero se requiere la inscripción del nuevo titular en el registro del emisor.

### 1.1.3.3 SEGÚN EL TIEMPO DE VIGENCIA:

Puede ser de corto o largo plazo. Dependen de lo establecido en el acto que les dio origen.

Se entiende por corto plazo los valores menores a 359 días y largo plazo aquellos superiores a 360 días.

### 1.1.3.4 SEGÚN LA RENTA QUE GENERAN

- a. **Valores de Renta Fija.** Estos valores, conceden derechos económicos a su tenedor, entre los cuales se destaca el derecho a percibir los intereses pactados y la devolución de la totalidad del capital invertido. La rentabilidad nominal está establecida de forma exacta desde el momento de su emisión y normalmente es generada por una tasa de interés.  
Son rendimientos previamente establecidos y tienen un vencimiento fijo.
- b. **Valores de Renta Variable.** Los rendimientos de estos valores varían de conformidad con el desempeño financiero del emisor, de su precio en el mercado y de las expectativas futuras.

Su rendimiento estará en función del comportamiento del emisor. Los rendimientos se generan por utilidades de los ejercicios o ganancias de capital.

#### 1.1.3.5 SEGÚN EL EMISOR

**Valores del Sector Público.** Estos son emitidos por el Estado, las Municipalidades, Consejos Provinciales y en general, por personas jurídicas de derecho público, que según su Ley o la Ley de Mercado de Valores y sus Reglamentos, les autoriza a hacerlo.

- a. **Valores del Sector Privado.** Estos son emitidos por personas jurídicas de derecho privado.

#### 1.1.4 TIPOS DE INVERSIONISTAS EN EL MERCADO

El mercado de valores, siendo parte de los mercados financieros, canaliza el ahorro del público hacia la inversión y hacia la generación de nuevas fuentes de financiamiento, a través de un rendimiento económico que resulta de compartir el riesgo de las empresas, orientando el superávit económico hacia la inversión y no hacia el consumo.<sup>11</sup>

El mercado de valores, incide de manera directa para que exista una participación activa de parte de los ahorristas individuales y público en general, y canalizar los recursos provenientes del ahorro hacia actividades productivas y a un mayor dinamismo de la economía.

Se entiende por inversionistas a aquellas personas naturales o jurídicas que disponen de recursos económicos y los destinan a la compra de valores, con el objeto de lograr una rentabilidad adecuada en función del riesgo adquirido.<sup>12</sup>

“El ahorro en el Ecuador se ha caracterizado por ser al corto plazo y en su mayoría se lo canaliza a través de las instituciones financieras con cuentas de ahorro y depósitos a plazo. Durante los últimos años se está buscando promover el mercado de valores como un canal adicional en el que se ofrece alternativas de inversión, tanto de títulos emitidos por instituciones

---

<sup>11</sup> Inventario 2011-2012 Bolsa de Valores de Quito, Buena gobernanza en el mercado de valores: ¿Existe alguna relación?, Fernando Orellana, pg13.

<sup>12</sup> Bolsa de Valores de Quito. Conozca el mercado de Valores. [www.bolsadequito.info](http://www.bolsadequito.info)

financieras como por empresas que buscan financiamiento directo a través de las bolsas de valores.<sup>13</sup>

El mercado de valores ofrece a los inversionistas tasas de rendimiento competitivas en relación a las ofrecidas por las inversiones en otros sectores. Los inversionistas pueden decidir el plazo y el riesgo que decidan tomar.

Los valores emitidos a través de oferta pública e inscritos en el mercado de valores, están debidamente calificados por empresas especializadas llamadas calificadoras de riesgos.

Las Casas de Valores son las compañías autorizadas por el mercado de valores para dar asesoría e información en materia de intermediación de valores.

## **TIPOS DE INVERSIONISTAS**

Existen dos tipos de inversionistas en el mercado de valores, las personas naturales o ahorristas individuales y los inversionistas institucionales.

### **1. Ahorristas individuales**

Los ahorristas individuales o personas naturales son actores importantes y éstos actúan de manera directa en el mercado. Estos acuden a las bolsas de valores en busca de alternativas de inversiones que ofrezcan mejores oportunidades que las tradicionales ofrecidas por la banca en general. El conjunto de ahorristas individuales quienes acumulan dinero, y lo tienen como ahorro interno y orientan sus inversiones hacia el mercado de capitales lo que permite una participación activa fortaleciendo el mercado.

Sin embargo a los ahorristas individuales les resulta poco eficaz negociar por sí mismos en el mercado de capitales. Los inversionistas deben conocer sobre las predicciones acerca de las rentabilidades esperadas de los títulos valores que demanden, y poder conformar un portafolio de inversiones, sin embargo para ello necesitan de un conocimiento más técnico y profundo, para lo cual deben acudir a los inversionistas institucionales.

### **2. Inversionistas Institucionales**

Los inversionistas institucionales lo constituyen las instituciones del sistema financiero en general, tanto públicas como privadas, entre ellas bancos, mutualistas de ahorro y crédito, cooperativas y demás instituciones que realicen operaciones de intermediación financiera.

---

<sup>13</sup> Inventario 2010-2011 Bolsa de Valores de Quito, El Mercado de Valores como alternativa de inversión para pequeños inversionistas, Patricio Córdova, pg 28

Existen empresas privadas cuya principal actividad es administrar fondos, los mismos que son invertidos y administrados por personal altamente especializado en inversiones, que buscan las mejores alternativas de inversión que ofrezca el mercado.

El éxito o fracaso de las empresas se ponen en riesgo por las decisiones correctas o incorrectas en cuanto al tipo, tiempo y otras características del financiamiento que se decida tomar.<sup>14</sup>

No sólo es importante se evalúe la rentabilidad potencial y viabilidad del negocio de la inversión, también es importante se conozca la naturaleza de los valores disponibles en el Mercado. En este sentido, es necesario que revise los prospectos de Emisión de los Títulos de interés antes de decidir invertir, de modo que se informe sobre las bondades, riesgos y oportunidades más propicias. Además, es conveniente conocer los gastos adicionales y comisiones a pagar, por cuanto estos costos pueden reducir sus retornos netos.

En el país se puede identificar tres segmentos de inversionistas:

- a. **Los Fondos de jubilación.** Tienen el objetivo de invertir en moneda local dentro del país en valores seguros, calificados de riesgo y que tengan carácter de largo plazo. Los intereses y la rendición de capital harán posible que los fondos de jubilación de los trabajadores que hoy aportan, sean devueltos al momento de su jubilación en un monto que haga posible mantener un nivel de vida acorde a lo aportado.

Esta masa monetaria de fondos de jubilación es manejada por el IESS y el BIESS.

A noviembre del 2012, el 48% del portafolio del Biess (USD 9 508 millones) se concentró en este actor, similar porcentaje alcanzó en el 2011.<sup>15</sup>

---

<sup>14</sup> Manual de Financiamiento para Empresas. Prefacio.

<sup>15</sup> Diario EL COMERCIO. 22/01/2013. [http://www.elcomercio.com/negocios/inversiones-IESS-rinden\\_0\\_851914876.html](http://www.elcomercio.com/negocios/inversiones-IESS-rinden_0_851914876.html).



## Las inversiones del BIESS

A noviembre del 2012. En millones de dólares.

Cifras aún no aprobadas por la Superintendencia de Bancos.

Tipo de inversión		Rentabilidad en%
<b>1. Renta fija</b>	<b>5 104,7</b>	
Sector público	4 530,0	del 4,49 al 7,7
Sector privado	574,7	del 6,17 al 8,8
<b>2. Renta variable</b>	<b>204,1</b>	<b>11,37</b>
Acciones en varias empresas como La Favorita, Tony, Ales, Agrícola San Carlos, Cofiec		
<b>3. Fideicomisos</b>	<b>747,0</b>	<b>8*</b>
Celec	112,6	*Estimación Cifras aún no aprobadas por la SBS
Pañacocha	114,9	
Toachi	75,0	
Celec Fase II	122,7	
Otros	300,1	
<b>4. Créditos</b>	<b>3 233,8</b>	<b>8,57</b>
	1 751,6	9,68
	1 419,7	16,3
	62,4	0,18
<b>5. Saldos y caja</b>	<b>218,4</b>	
<b>Total portafolio</b>	<b>9 508,0</b>	

### Participación de las inversiones en el portafolio



EL COMERCIO

FUENTE: Diario El Comercio  
ELABORACION: Diario El Comercio

#### b. Los Inversionistas institucionales. Lo constituyen:

- Las aseguradoras, que por ley tiene que encajar parte de las primas cobradas en documentos que hayan pasado por el mercado de valores.
- Los fondos privados de empleados públicos, incluidos policías, militares, asociaciones de profesores, ministerios, etc.
- Las entidades financieras del sector público como la CFN, BNF, BCE, etc.

-La banca privada, actor de menor importancia en el pasado se ha visto forzado a entrar en el mercado de compra de valores, dado a las nuevas regulaciones emitidas por el gobierno.

- c. Los Inversionistas individuales.** Son personas cuya principal actividad es invertir para recibir rentas. Su participación porcentual aún es pequeña, constituye un segmento con potencial crecimiento.

## **GUIA PARA LA TOMA DECISIONES DE INVERSION<sup>16</sup>**

- Utilizar Casa de Valores debidamente autorizadas por la ley y registradas en el mercado de valores.
- Definir las necesidades. Estas se suplen con productos y servicios, pero no todos los productos o servicios satisfacen todas las necesidades.
- No se puede pedir rendimientos elevados sin asumir un mayor riesgo. La tolerancia al riesgo es una decisión personal, responsable y consciente.
- No todos los productos son idóneos para todos los inversionistas
- No dejarse llevar por expectativas sobredimensionadas.
- Estar claro con las características de los productos.
- Re-identificar necesidades, redefinir tolerancia al riesgo y reestructurar el portafolio.

## **DERECHOS DEL INVERSIONISTA EN EL MERCADO DE VALORES<sup>17</sup>**

A continuación se detallan los derechos que como inversionista se debe exigir al invertir en el mercado de valores:

- Conocer las oportunidades de inversión.
- Estar informado de la reglamentación que rige al Mercado de Valores Ecuatoriano, referente a las inversiones que va a realizar.
- Realizar todas la preguntas necesarias para conocer mejor la inversión a realizar.
- Tener acceso a información clara, precisa y satisfactoria respecto a su inversión y al emisor como: información económica- financiera, societaria, hechos relevantes, etc.
- Ser informado sobre los costos en que incurrirá: comisiones de compra o venta tanto de los intermediarios como de las Bolsas de Valores, gastos de administración, impuestos, etc.
- Requerir y recibir documentos que comprueben la inversión realizada.
- Reclamar y hacer valer sus derechos.

Considerar los siguientes factores claves al momento de Invertir:

---

<sup>16</sup> Inventario 2011-2012 Bolsa de Valores de Quito, Estrategias en el manejo de portafolios: Una guía para la toma de decisiones, César Morales, pg 22

<sup>17</sup> Derechos y Principios del Inversionista, Superintendencia de Compañías. Folleto Divulgativo #17.

**Diversificación:**

Realizar inversiones en diferentes instrumentos y no concentrar en una sola inversión todo el capital de la inversión.

**Rendimiento:**

Tener en cuenta el retorno de su inversión. Para que una alternativa de inversión sea atractiva en comparación con otras, ésta debe ser lo más rentable posible en relación a su riesgo. Recordar que a mayor riesgo, mayor rentabilidad.

**Liquidez:**

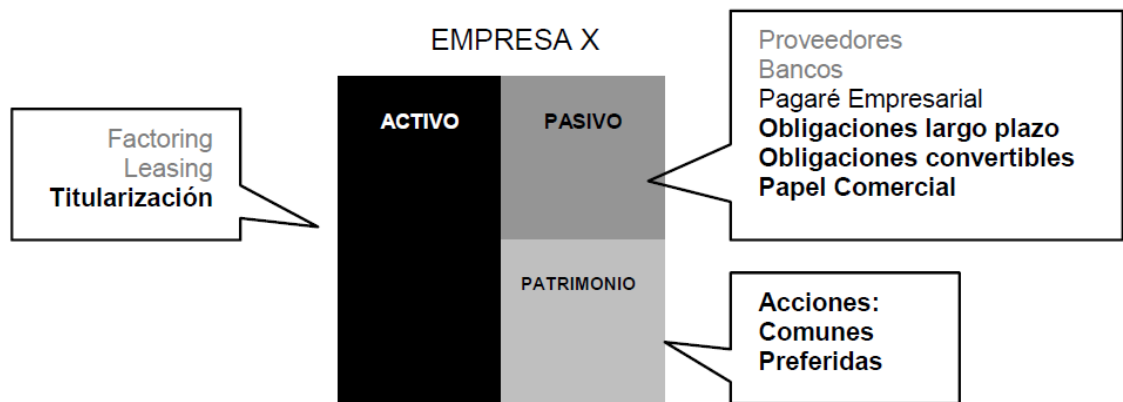
Tomar en cuenta la facilidad de transformar en efectivo su inversión. Cualquier inversión en valores debe ofrecer la facilidad de transformarse en efectivo cuando usted así lo requiera.

**1.1.5 MECANISMOS DE FINANCIAMIENTO EN EL MERCADO DE VALORES**

El mercado de valores permite a las empresas obtener recursos económicos óptimos en condiciones y oportunidad a fin de poder financiar las actividades inherentes a su gestión, utilizando ya sea el activo, pasivo y también en el patrimonio.

Entre las diferentes alternativas y mecanismos de financiamiento empresarial que manejan las empresas, se pueden realizar a través del mercado de valores por medio de una oferta pública de valores:

1. Emisión y oferta pública de acciones
2. Emisión y oferta pública de deuda:
  - Emisión de obligaciones a largo plazo
  - Emisión de obligaciones convertibles en acciones
  - Emisión de obligaciones de corto plazo o papel comercial
3. Titularización
4. Fondos Colectivos



FUENTE: Diario Guía Práctica de acceso al mercado de valores  
 ELABORACION: Superintendencia de Compañías.

Se considera oferta pública de valores a toda invitación o propuesta dirigida al público en general o a sectores específicos que se realiza con el propósito de negociar los valores en el mercado.<sup>18</sup>

Toda oferta pública de valores debe estar autorizada por la Superintendencia de Compañías a través de las Intendencias de Mercado de Valores de Quito o Guayaquil.

La oferta pública puede ser de dos tipos:

- Primaria
- Secundaria

#### **Oferta Pública Primaria de Valores**

1.1.5.1 Es cuando se negocian valores por primera vez en el mercado.

Es la primera negociación de valores de una compañía en el mercado formal.

#### **Oferta Pública Secundaria de Valores**

Se da cuando tras la primera negociación no se colocaron todos los valores emitidos por una compañía y ésta acude nuevamente a negociarlos una segunda vez o más veces hasta venderlos en su totalidad.

También puede darse cuando se negocia un valor una o más veces posterior a la primera colocación cambiando de dueño hasta el vencimiento del mismo.

Tanto la oferta pública primaria como la secundaria se realizan dentro de las Bolsas de Valores.

#### **1.1.5.1 EMISION Y OFERTA PUBLICA DE ACCIONES**

La oferta pública de acciones es el mecanismo que permite fortalecer patrimonialmente a las empresas a través del Mercado de valores.

<sup>18</sup>Guía práctica de ingreso al mercado de valores. Superintendencia de Compañías, pg 8

Esta es una alternativa mediante la cual una empresa pone a disposición del público para su venta, cierto número de acciones (comunes o preferidas) a un determinado precio, las mismas que forman parte de su patrimonio.

Es el método más seguro para efectuar inversiones y captar recursos para promover la realización de proyectos productivos, basándose en la transparencia e información de las empresas que exige el mercado bursátil.

Existen dos clases de acciones que se pueden emitir:

-Acciones Comunes

-Acciones Preferentes

### **Acciones Comunes**

Son las que otorgan derechos económicos (recibir dividendos, cuando los haya), y derechos políticos (participar y votar en las juntas de accionistas).<sup>19</sup>

Las acciones comunes u ordinarias son parte del capital social autorizado de una compañía, los tenedores de acciones comunes tienen el derecho a voto, constituyen los propietarios de la empresa y también en primera instancia el control de las actividades de la compañía. El mantener el control de la empresa también les da el derecho de compartir el riesgo de la misma, con los demás accionistas, de igual manera asumen los resultados de la gestión de la empresa, sea positiva o negativa. Los accionistas asumen las responsabilidades financieras que conllevan los resultados obtenidos por su gestión.

Los accionistas ordinarios tienen la condición de impago, primeramente se cancelará todas las obligaciones que haya contraído la empresa antes que el pago a sus propietarios.

### **Acciones Preferentes**

Dan al propietario únicamente derechos económicos que se traducen en un dividendo fijo con preferencia sobre los accionistas comunes y también tienen preferencia si la compañía quiebra y se liquida. No puede participar ni votar en las juntas de accionistas.<sup>20</sup>

Esta es otra alternativa de financiamiento a largo plazo para las empresas, la diferencia de las acciones comunes es porque les otorgan ciertos derechos especiales a los tenedores de éstas acciones, se les denomina accionistas pasivos, por cuanto no tienen el derecho a voto, por lo que no pueden participar en la dirección y control de la empresa.

Sin embargo la empresa cancela los dividendos de acciones preferentes después de haberse cancelado todas las obligaciones o deudas contraídas por la empresa.

Entre las ventajas de realizar oferta pública de acciones están:

---

<sup>19</sup> Guía práctica de ingreso al mercado de valores. Superintendencia de Compañías, pg 9

<sup>20</sup> Guía práctica de ingreso al mercado de valores. Superintendencia de Compañías, pg 9

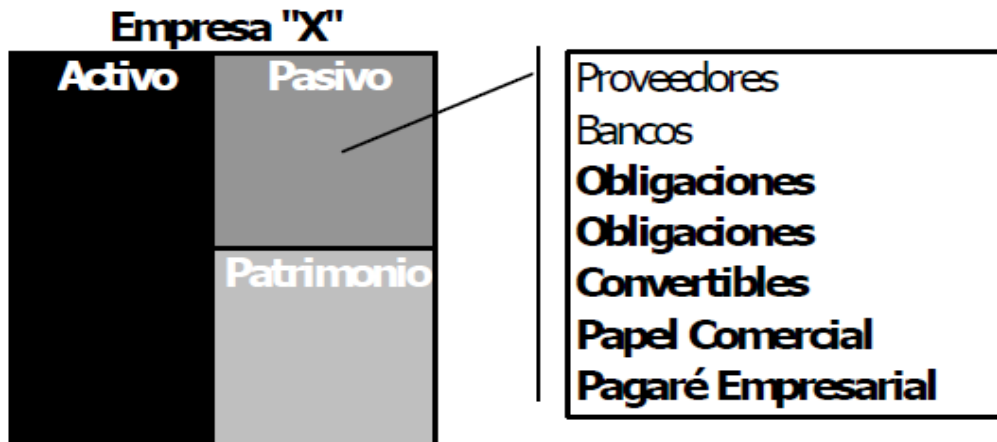
- El emisor adquiere presencia en el Mercado de Valores, lo que ayuda a su imagen corporativa.
- Precios de mercado competitivos.
- Es una fuente de recursos frescos para la compañía, ya que no se registran como pasivos.
- Diversificación del riesgo asociado a la propiedad de la inversión.
- Liquidez para los accionistas de la compañía.

### 1.1.5.2 EMISION Y OFERTA PUBLICA DE DEUDA

#### Emisión de obligaciones a largo plazo

La emisión de obligaciones es el mecanismo mediante el cual una compañía privada (anónima, limitada o sucursal de compañía extranjera domiciliada en el Ecuador), o del sector público, inscrita en el Registro del Mercado de Valores, emite papeles de deuda (obligaciones) a un determinado rendimiento y plazo, y los ofrece en el mercado de valores al público en general o a un sector específico de éste.<sup>21</sup>

Una emisión de obligaciones representa un incremento de los pasivos de la empresa.



FUENTE: Diario Guía Práctica de acceso al mercado de valores  
ELABORACION: Superintendencia de Compañías

El objetivo de la emisión de obligaciones es financiar ya sea capital de trabajo, reestructuración de pasivos, actividades de inversión y/o gestión de las compañías, entre otros; directamente de los inversionistas y reconocerles por ello un interés y a un plazo que se ajuste a la naturaleza propia de las empresas y sus flujos.

Entre las ventajas de emitir obligaciones están:

- Costos menores y plazos mayores de los que se derivan de préstamos bancarios.
- Al emitir obligaciones se puede reestructurar pasivos obteniendo una mejor posición financiera, cancelando los pasivos de corto plazo y emitiendo deuda al largo plazo, con lo cual se mejora la

<sup>21</sup> Guía estudiantil del mercado de valores. Intendencia del Mercado de Valores. pg 26.

liquidez de la empresa emisora. A su vez se disminuyen los costos financieros, por la ventaja comparativa entre la tasa de colocación en Bolsa que es competitiva al costo financiero de los préstamos bancarios.

### **Emisión de obligaciones convertibles en acciones**

Es el mecanismo mediante el cual las compañías anónimas pueden emitir obligaciones de largo plazo, concediéndoles el derecho a su titular o tenedor (más no la obligación) de poder transformarlas en acciones de acuerdo al factor de conversión y a los términos estipulados en la escritura pública de emisión al vencimiento de la misma.<sup>22</sup>

Estas obligaciones constituyen inicialmente papeles de deuda y posteriormente pueden dar paso a acciones preferentes y luego a convertirse en acciones comunes. Estos títulos son una mezcla entre patrimonio y deuda.

Esta obligación le permite al poseedor la opción de convertirse de acreedor a accionista dentro de un período preestablecido.

### **Emisión de obligaciones de corto plazo o papel comercial**

Es un título de deuda emitido a corto plazo es decir que va de 1 a 359 días, este tipo de valor se lo emite a través de programas de emisión mismos que otorgan al emisor un cupo de emisión que tiene carácter revolvente, es decir se lo va utilizando en la medida en que se lo necesita.

El papel comercial posee una autorización general por un plazo de hasta 720 días para redimir, pagar, recomprar, emitir y colocar papel comercial, de acuerdo a sus necesidades de fondos.

Entre las ventajas de realizar emisión de papel comercial están:

- Se pueden estructurar programas de emisión de hasta 720 días.
- El plazo de oferta pública será igual al plazo autorizado de la emisión.
- Cuando el programa de emisión cuente con un aval o fianza otorgada por una Institución Financiera, no requerirá calificación de riesgo, por cuanto la calificación será la de la Institución que otorgó la garantía.
- Permite a las empresas financiar capital de trabajo a través de una fuente alternativa a la deuda bancaria tradicional.
- Los cupos de emisión aprobados por la Superintendencia de Compañías tienen el carácter de revolvente, similar a una línea de crédito revolvente, es decir que el crédito puede ser dispuesto y cubierto en múltiples ocasiones. La principal ventaja es la pronta disposición del flujo de efectivo por el deudor para apoyar las necesidades de su capital de trabajo.

---

<sup>22</sup> Guía práctica de ingreso al mercado de valores. Superintendencia de Compañías, pg 19

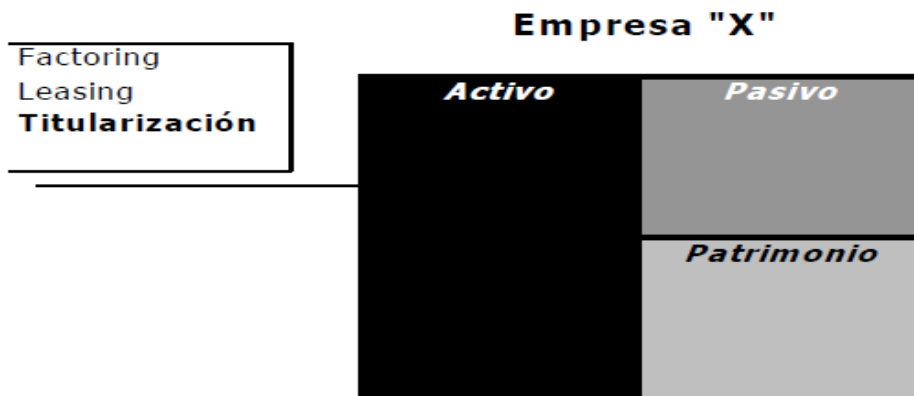
- El efecto revolvente es una alternativa eficiente para un negocio que necesita hacer líquido su capital de trabajo sin tener que detener el crecimiento o inyectar capital adicional.
- Es competitivo frente al financiamiento bancario tradicional.

### 1.1.5.3 TITULARIZACION

La titularización es un proceso mediante el cual se transforman activos de poca, lenta o nula rotación en valores negociables en el mercado para obtener liquidez en condiciones competitivas.<sup>23</sup>

Para viabilizar este proceso es necesaria la utilización del fideicomiso mercantil y la participación de las administradoras de fondos y fideicomisos para que se permita la emisión de valores con cargo a ese patrimonio autónomo los mismos que serán susceptibles a ser colocados y negociados libremente en el mercado bursátil dentro de un proceso de oferta pública.

Los activos transferidos al patrimonio autónomo (fideicomiso mercantil o fondo colectivo de inversión) deben tener la capacidad de generar flujos futuros de fondos con los cuales se pagará el capital y el rendimiento de los valores emitidos.



FUENTE: Diario Guía Práctica de acceso al mercado de valores  
ELABORACION: Superintendencia de Compañías

Se puede mencionar varios activos a titularizar:

- Cartera: hipotecaria, de consumo, prendaria, tarjetas de crédito.
- Facturas comerciales.
- Inventarios
- Las empresas estatales pueden hacerlo con sus carteras por servicios públicos, tales como teléfono, impuestos, electricidad, al igual que con proyectos de construcción futura, obras públicas, contratos petroleros, cobro de peajes de autopistas, proyectos de viviendas.
- Las compañías exportadoras pueden emitir títulos en base a sus ventas internacionales.

<sup>23</sup> Guía estudiantil del mercado de valores. Intendencia del Mercado de Valores. pg 27.



En general se puede titularizar cualquier activo que conlleve la expectativa de generar flujos futuros determinables que autorice el Consejo Nacional de Valores.

Los títulos emitidos, están garantizados por bienes específicos para el efecto, el cual le protege al inversionista en el caso de que la empresa entre en un proceso de liquidación.

La tasa de interés que pagan en los títulos, lo toman como referencia de las captaciones en el sistema bancario con unos puntos adicionales, como premio al riesgo de invertir en un proyecto a financiarse.

Para realizar una oferta pública de titularización, ésta debe seguir el mismo procedimiento como cualquier otro título valor que se negocie en el mercado de valores. Además se debe estar registrados e inscritos en el mercado de valores y estar amparadas por las normas expedidas por el Consejo Nacional de Valores.

Entre las ventajas de realizar una Titularización están:

- Liquidez sin crear ni aumentar pasivos.
- Racionalización de costos de financiamiento.
- Aísla riesgos (los activos que salen del balance del originador forman parte del balance del fiduciario).
- Mejora la estructura del balance.
- Reestructura pasivos y equilibra plazos entre activos y pasivos.
- Calificación de Riesgo del originador diferente a la calificación de la titularización.
- Presencia en el mercado de valores, lo que ayuda a generar publicidad para la empresa, permitiendo el crecimiento de sus negocios.

#### **1.1.5.4 FONDOS COLECTIVOS**

Son aquellos que tienen como finalidad invertir en valores de proyectos productivos específicos. El fondo está constituido por los aportes hechos por los constituyentes dentro de un proceso de oferta pública. Los aportes de los inversionistas se expresan en cuotas de participación, mismas que no son rescatables.

Las cuotas son consideradas valores y requieren calificación de riesgo para su negociación en el mercado de valores.

Estos fondos y su administrador se someterán a las normas del fideicomiso mercantil; exclusivamente para este tipo de fondos la administradora podrá fungir como emisor de procesos de titularización.

Entre las principales ventajas de constituir un fondo colectivo se pueden mencionar las siguientes:

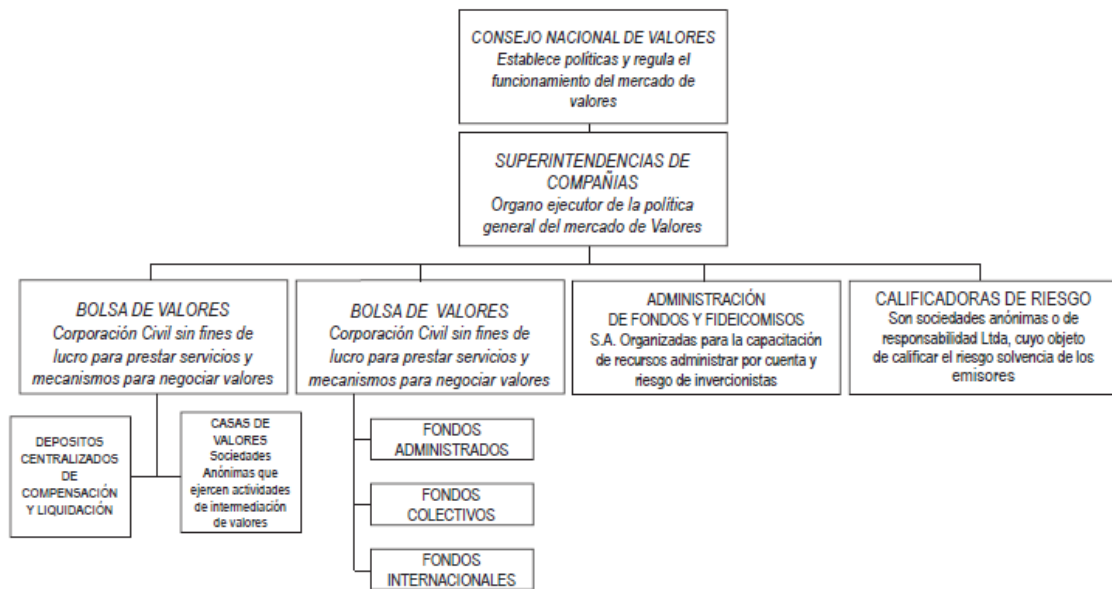
- Se logra liquidez en base al patrimonio autónomo transferido.
- Permite obtener financiamiento más conveniente que el ofrecido por el sistema financiero.
- Calificación del emisor diferente a la calificación de las cuotas del fondo.
- Presencia en el mercado de valores.
- Publicidad y crecimiento de negocios.

## 1.2 INSTITUCIONES DEL MERCADO DE VALORES

Las instituciones que permiten la operatividad, apoyo y servicios para las negociaciones en el Mercado de Valores están:

- 1.2.1 Bolsas de Valores
- 1.2.2 Casas de Valores
- 1.2.3 Emisores de Valores
- 1.2.4 Calificadoras de Riesgo
- 1.2.5 Administradora de Fondos y Fideicomisos
- 1.2.6 Compañías de Custodia de Valores

### ESTRUCTURA DEL MERCADO DE VALORES



Fuente: Guía de Mercado de Valores de la B.V.G

### 1.2.1 BOLSAS DE VALORES

Son organizaciones privadas que otorgan los medios, la infraestructura, las facilidades para que sus miembros que a su vez reciben instrucciones de sus clientes, realicen transacciones de compra o venta de títulos valores u otros instrumentos de inversión.<sup>24</sup>

Son corporaciones civiles sin fines de lucro autorizadas por la Superintendencia de Compañías. El organismo de control es la Superintendencia de Compañías a través del Consejo Nacional de Valores (CNV), siendo el CNV el organismo que establece la política general del Mercado de Valores y regula su funcionamiento mediante normas complementarias y resoluciones administrativas de carácter general.

Las Bolsas de Valores son el mercado público y centralizado en el cual concurre la oferta y la demanda de valores en condiciones de equidad, transparencia, seguridad y precios justos.

En una negociación de bolsa interviene tres partes:

- Los que demandan capital
- Los que ofrecen capital
- Los intermediarios

Toda negociación debe realizarse únicamente a través de los miembros inscritos en la misma, los cuales pueden ser agentes, corredores, casas de valores, casas de bolsa, etc; todos ganan una comisión por sus servicios.

Las actividades de la Bolsa de Valores en el Ecuador se halla regulada por la Ley del Mercado de Valores, cuyo objetivo es proporcionar al mercado las normas legales para la eficiente utilización de los instrumentos financieros y fortalecer la transparencia en el mercado con reglas claras y debidos controles.

En nuestro país existen dos Bolsas de Valores: La Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil.

Las obligaciones de la bolsa de valores según el artículo 48 de la Ley de Mercado de Valores son las siguientes:

1. Fomentar un mercado integrado, informado, competitivo y transparente;
2. Establecer las instalaciones, mecanismos y sistemas que aseguren la formación de un mercado transparente, integrado y equitativo, que permitan la recepción, ejecución y liquidación de las negociaciones en forma rápida y ordenada;

---

<sup>24</sup> Aguirre Gomez Luis. (2011), Manual de Financiamiento para empresas. Ecuador. Primera Edición.. Pg 71

3. Mantener información actualizada sobre los valores cotizados en ellas, sus emisores, los intermediarios de valores y las operaciones bursátiles, incluyendo las cotizaciones y los montos negociados y suministrarla a la Superintendencia de Compañías y al público en general;
4. Brindar el servicio de compensación y liquidación de valores;
5. Expedir certificaciones respecto a precios, montos y volúmenes de operaciones efectuadas en bolsa y el registro de sus miembros, operadores de valores, emisores y valores inscritos; y,
6. Realizar las demás actividades que sean necesarias para el adecuado desarrollo y cumplimiento de su función en el mercado de valores, de acuerdo a normas previamente autorizadas por el C.N.V. (Consejo Nacional de Valores).

### **Ventajas de negociar a través de la Bolsa de Valores**

Entre las ventajas de negociar a través de las bolsas de valores están:

- Control y orden, pues las operaciones de compra-venta y las cotizaciones de los Valores son controladas por las mismas Bolsas de Valores y supervisadas por la Superintendencia de Compañías.
- Transparencia y equidad por la libertad e igualdad de acceso a la información y a la oportunidad de participación, que se refleja en la formación de los precios resultante de la libre acción de la oferta y la demanda.
- Diversidad, tanto de valores, emisores, inversores como de mecanismos de negociación; por lo tanto, el inversionista está en capacidad de tomar sus mejores decisiones de inversión.
- Continuidad ya que las operaciones en Bolsa deben realizarse todos los días hábiles del año.
- Cumplimiento en la liquidación de las operaciones realizadas, con la entrega de los valores por parte del comitente vendedor y del dinero por parte del comitente comprador.
- Competitividad en cuanto a las comisiones por cuanto son de libre contratación entre el cliente y la Casa de Valores.

#### **1.2.2 CASAS DE VALORES**

Son compañías anónimas autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías para ejercer la Intermediación de Valores, cuyo objeto social único es la realización de las actividades previstas en la Ley de Mercado de Valores.

Para que una casa de valores pueda operar es necesario que se haya constituido legalmente, sea miembro de una bolsa de valores y haya sido autorizada para funcionar por la Superintendencia de Compañías.

Las Casas de Valores son las únicas entidades autorizadas para realizar la intermediación.

Las negociaciones que realicen las casas de valores lo harán a través de personas naturales calificadas, denominadas OPERADORES DE VALORES, los cuales deberán estar inscritos en el Registro del Mercado de Valores. La Casa de Valores y sus operadores tienen responsabilidad solidaria, es decir que la Casa de Valores responde por las actuaciones de todos sus operadores.

Las Casas de Valores pueden también realizar contratos no sólo con inversionistas individuales, sino también con inversionistas institucionales (Administradoras de Fondos, Cías de Seguros, Universidades, etc.) para realizar operaciones en bolsa.

De igual forma, las Casas de Valores son responsables de la integridad y validez de los títulos que se negocian, pero no son responsables por la solvencia del emisor de los mismos.

De acuerdo al art. 58 de la Ley de Mercado de Valores, las Casas de Valores tienen las siguientes facultades:

1. Operar, de acuerdo con las instrucciones de sus comitentes<sup>25</sup>, en los mercados bursátil y extrabursátil;
2. Administrar portafolios de valores o dineros de terceros para invertirlos en instrumentos del mercado de valores de acuerdo con las instrucciones de sus comitentes. Se considera portafolio de valores a un conjunto de valores administrados exclusivamente para un solo comitente.
3. Adquirir o enajenar valores por cuenta propia.
4. Realizar operaciones de underwriting con personas jurídicas del sector público, del sector privado y con fondos colectivos.
5. Dar asesoría e información en materia de intermediación de valores, finanzas y valores, estructuración de portafolios de valores, adquisiciones, fusiones, escisiones u otras operaciones en el mercado de valores, promover fuentes de financiamiento, para personas naturales o jurídicas y entidades del sector público. Cuando la asesoría implique la estructuración o reestructuración accionaria de la empresa a la cual se la está proporcionando, la casa de valores podrá adquirir acciones de la misma, para su propio portafolio, aunque dichas acciones no estuvieren inscritas en el Registro del Mercado de Valores. El plazo para mantener estas inversiones será determinado mediante norma de carácter general emitida para el efecto por el C.N.V.
6. Explotar su tecnología, sus servicios de información y procesamiento de datos y otros relacionados con su actividad;
7. Anticipar fondos de sus recursos a sus comitentes para ejecutar órdenes de compra de valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores, debiendo retener en garantía tales valores hasta la reposición de los fondos y dentro de los límites y plazos que establezcan las normas que para el efecto expedirá el C.N.V.

---

<sup>25</sup> Comitentes: de las personas que los contratan.

8. Ser accionista o miembro de instituciones reguladas por esta Ley, con excepción de otras casas de valores, administradoras de fondos y fideicomisos, compañías calificadoras de riesgo, auditores externos, del grupo empresarial o financiero al que pertenece la casa de valores y sus empresas vinculadas.
9. Efectuar actividades de estabilización de precios únicamente durante la oferta pública primaria de valores, de acuerdo con las normas de carácter general que expida el C.N.V.
10. Realizar operaciones de reporto bursátil de acuerdo con las normas que expedirá el C.N.V.
11. Realizar actividades de "market - maker" (hacedor del mercado), con acciones inscritas en bolsa bajo las condiciones establecidas por el C.N.V., entre las que deberán constar patrimonio mínimo, endeudamiento, posición, entre otros; y,
12. Las demás actividades que autorice el C.N.V., en consideración de un adecuado desarrollo del mercado de valores en base al carácter complementario que éstas tengan en relación con su actividad principal.

Por otra parte a las Casas de Valores les está prohibido:<sup>26</sup>

1. Realizar actividades de intermediación financiera;
2. Recibir por cualquier medio captaciones del público;
3. Realizar negociaciones con valores no inscritos en el Registro del Mercado de Valores;
4. Realizar actos o efectuar operaciones ficticias o que tengan por objeto manipular o fijar artificialmente precios o cotizaciones.
5. Garantizar rendimientos o asumir pérdidas de sus comitentes.
6. Divulgar por cualquier medio directa o indirectamente información falsa, tendenciosa, imprecisa o privilegiada.
7. Marginarse utilidades en una transacción en la que, habiendo sido intermediario, ha procedido a cobrar su correspondiente comisión.
8. Adquirir valores que se les ordenó vender, así como vender de los suyos a quien les ordenó adquirir, sin autorización expresa del cliente.
9. Realizar las actividades asignadas por la Ley de Mercado de Valores a las administradoras de fondos y fideicomisos.
10. Realizar operaciones de "market - maker" (hacedor del mercado), con acciones emitidas por empresas vinculadas con la casa de valores o cualquier otra compañía relacionada por gestión, propiedad o administración; y,
11. Ser accionista de una administradora de fondos y fideicomisos.

---

<sup>26</sup> Art.59 Ley de Mercado de Valores.

En resumen, las Casas de Valores son asesores profesionales calificados y registrados ante organismos de control, que ayudan a identificar las necesidades de financiamiento requeridas por los inversionistas, dando soluciones óptimas.

### **1.2.3 EMISORES DE VALORES**

Son las personas jurídicas privadas y entidades del sector público que pueden emitir valores, para lo cual deben cumplir con las disposiciones legales y ser autorizadas para el efecto. Su finalidad es la de captar recursos del público e inversionistas en general, mediante la oferta de sus títulos valores, principalmente a través de la emisión acciones y obligaciones con el objetivo de invertirlo en su gestión.

Las empresas para poder cotizar en Bolsa, deben cumplir algunos requisitos, con el fin de que el público inversionista cuente con la suficiente información al momento de colocar su capital en ellas y pueda así tomar una decisión idónea. Estos son:

- Solicitar a la Superintendencia de Compañías su inscripción al Registro de Mercado de Valores.
- Publicar en un diario de la localidad, la resolución de inscripción de la compañía en el Registro de Mercado de Valores.
- Elaboración de un prospecto de oferta pública primaria, en donde se indicará la actividad de la empresa, estados financieros, características de la emisión, calificación de riesgo y otros elementos importantes para el futuro inversionista.
- Inscribirse en la Bolsa de valores como emisor, previa resolución de su directorio.
- Una vez cancelada la cuota por concepto de inscripción, el emisor podrá negociar sus títulos en la Bolsa de Valores.

Es requisito indispensable que las instituciones emisoras de valores cuenten con la respectiva calificación de riesgo especialmente para la emisión de títulos de deuda, es decir un análisis del estado de la empresa, que le permita presentarse con una imagen de solvencia en el mercado.

### **1.2.4 CALIFICADORAS DE RIESGO**

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, las actividades complementarias con su objeto principal.<sup>27</sup>

Las Calificadoras de Riesgo dan servicio a empresas e instituciones financieras que son las entidades que requieren la calificación ya sea de su organización o de los títulos que emitan.

---

<sup>27</sup> Art.176 Ley de Mercado de Valores.

Esta calificación de riesgo es un elemento importante al momento de optar por alguna alternativa de inversión.

En el país, se exige que toda institución financiera así como las empresas que emitan deuda y a los títulos emitidos se les exija una calificación de riesgo, siendo sujetos de la misma todos los valores que son negociados en el mercado, con excepción de los valores emitidos por el Banco Central del Ecuador y el Ministerio de Finanzas, debido a que son títulos de menor riesgo emitidos por el Estado.

Las calificadoras utilizan parámetros de calificación según el título a emitirse, son los siguientes:

TIPO DE TITULO VALOR	CALIFICACION BASADA EN
<b>Valores de Deuda</b>	Solvencia y capacidad de pago del emisor Su posición de corto y largo plazo Las garantías que presente  Probabilidad de no pago de capital e intereses Características del instrumento Información disponible para su calificación
<b>Acciones</b>	Solvencia del emisor Características de las acciones Información del emisor y sus valores
<b>Cuotas de Fondos de Inversión</b>	Solvencia técnica de la sociedad administradora Política de inversión Calificación de riesgo de sus inversiones Pérdida esperada por el no pago de créditos que mantenga el fondo
<b>Titularización</b>	Indicar factores que se tuvieran en cuenta para otorgarla y demostrar la legalidad y forma de transferencia de los activos al patrimonio autónomo. En ningún caso la calificación de riesgo considerará la solvencia del originador o del agente de manejo o de cualquier tercero.

FUENTE: Manual de Financiamiento para empresas  
 ELABORACION: Luis Aguirre Gómez

Una calificación es una opinión sobre el riesgo y capacidad de pago de una empresa o emisión para poder responder oportunamente los pagos de capital e interés.

Se realiza un análisis cuantitativo y cualitativo de la información del sujeto o título, principalmente estados financieros históricos y proyecciones, así como información de gestión, administración, controles, planes estratégicos, mercado, entorno económico, entre otros



factores que la entidad calificadora pueda solicitar a efectos de emitir un informe u opinión con la menor distorsión posible.

La opinión técnica especializada dada por la calificadora de riesgo, no constituye una recomendación para vender o comprar un título valor en el mercado; la calificación de riesgo es la opinión de una entidad técnica financiera sobre el riesgo del emisor, es decir es un indicador del riesgo de la inversión para ayudar a tomar la decisión final.

### **Evaluación del Emisor**

Con la información proporcionada por el emisor la calificadora evalúa cuatro puntos:

#### **1. Calidad de la información**

Se verifica que la información proporcionada por la empresa se válida y representativa para fines analíticos.

#### **2. Factores Cuantitativos**

- Capacidad de pago histórica.
- Capacidad de pago proyectada.
- Análisis de Sensibilidad.
- Indicadores financieros adicionales.

#### **3. Factores Cualitativos**

- Riesgo del sector.
- Posición competitiva.
- Administración y propiedad.

#### **4. Características del instrumento**

Una vez realizado el proceso de análisis detallado anteriormente, se asigna una posición de calificación a cada uno de ellos; posteriormente se procede a asignar una calificación definitiva, en la que de acuerdo al nivel de riesgo, se ubicará al título de deuda o la empresa como tal en cualquiera de las categorías designadas para el efecto por ley.

A nivel internacional existen conocidas calificadores como Standard & Poor's, y Moody's Inverstors Service. Entre las categorías de calificación más conocida para Standard & Poor's que la define de la siguiente manera:

CALIFICACION	CONCEPTUACION
AAA	Máxima Capacidad de Pago
AA	Alta Capacidad de Pago
A	Buena Capacidad de Pago
BBB	Media Capacidad de Pago
BB	Nivel de inversión con carácter Especulativo y con bajo riesgo
B	Nivel de inversión con carácter Especulativo y con alto riesgo
CCC	Alto riesgo de no pago pero con Buen Potencial de recuperación
C	Alto riesgo de no pago y bajo Potencial de recuperación
D	No existe posibilidad de pago Ni potencial de recuperación
E	No están clasificados por falta de Información ni tienen garantías Suficiente.

FUENTE: Bolsa de Valores de Quito  
ELABORACION: Propia

Si se añade (+) a la clasificación, se estima que existe un menor riesgo y si se añade un (-), se estima que tiene un mayor riesgo de incumplimiento.

En el Ecuador la clasificación de las instituciones financieras se las define según lo establecido por la Superintendencia de Bancos y Seguros bajo la siguiente escala:

AAA.- La situación de la institución financiera es muy fuerte y tiene una sobresaliente trayectoria de rentabilidad, lo cual se refleja en una excelente reputación en el medio, muy buen acceso a sus mercados naturales de dinero y claras perspectivas de estabilidad. Si existe debilidad o vulnerabilidad en algún aspecto de las actividades de la institución, ésta se mitiga enteramente con las fortalezas de la organización;

AA.- La institución es muy sólida financieramente, tiene buenos antecedentes de desempeño y no parece tener aspectos débiles que se destaquen. Su perfil general de riesgo, aunque bajo, no es tan favorable como el de las instituciones que se encuentran en la categoría más alta de calificación;

A.- La institución es fuerte, tiene un sólido récord financiero y es bien recibida en sus mercados naturales de dinero. Es posible que existan algunos aspectos débiles, pero es de esperarse que cualquier desviación con respecto a los niveles históricos de desempeño de la entidad sea limitada y que se superará rápidamente. La probabilidad de que se presenten problemas significativos es muy baja, aunque de todos modos ligeramente más alta que en el caso de las instituciones con mayor calificación;

BBB.- Se considera que claramente esta institución tiene buen crédito. Aunque son evidentes algunos obstáculos menores, éstos no son serios y/o son perfectamente manejables a corto plazo;

BB.- La institución goza de un buen crédito en el mercado, sin deficiencias serias, aunque las cifras financieras revelan por lo menos un área fundamental de preocupación que le impide obtener una calificación mayor. Es posible que la entidad haya experimentado un período de dificultades recientemente, pero no se espera que esas presiones perduren a largo plazo. La capacidad de la institución para afrontar imprevistos, sin embargo, es menor que la de organizaciones con mejores antecedentes operativos;

B.- Aunque esta escala todavía se considera como crédito aceptable, la institución tiene algunas deficiencias significativas. Su capacidad para manejar un mayor deterioro está por debajo de las instituciones con mejor calificación;

C.- Las cifras financieras de la institución sugieren obvias deficiencias, muy probablemente relacionadas con la calidad de los activos y/o de una mala estructuración del balance. Hacia el futuro existe un considerable nivel de incertidumbre. Es dudosa su capacidad para soportar problemas inesperados adicionales;

D.- La institución tiene considerables deficiencias que probablemente incluyen dificultades de fondeo o de liquidez. Existe un alto nivel de incertidumbre sobre si esta institución podrá afrontar problemas adicionales;

E.- la institución afronta problemas muy serios y por lo tanto existe duda sobre si podrá continuar siendo viable sin alguna forma de ayuda externa, o de otra naturaleza.

Las calificadoras de riesgo según el Art. 178.- de la Ley de Mercado de Valores tendrán las siguientes prohibiciones:

1. Dar asesoría para realizar una determinada emisión de acciones o cualquier tipo de valor;
2. Ser socio o accionista de las entidades reguladas por esta Ley;
3. Participar a cualquier título en la estructuración financiera, adquisición, fusiones y escisiones de compañías; y,
4. Realizar las actividades expresamente asignadas a los otros entes que regula la presente Ley o la Ley de Instituciones del Sistema Financiero.

#### **1.2.5 ADMINISTRADORA DE FONDOS Y FIDEICOMISOS**

Son empresas autorizadas para manejar fondos y fideicomisos.

Las administradoras de fondos y fideicomisos deben constituirse bajo la especie de compañías o sociedades anónimas. Su objeto social está limitado a:

- a) Administrar fondos de inversión;
- b) Administrar negocios fiduciarios;
- c) Actuar como emisores de procesos de titularización; y,
- d) Representar fondos internacionales de inversión.

Los títulos o documentos que manejen en las operaciones de los fondos que administren, deberán ser entregados en custodia de una entidad especializada.

Las administradoras deberán necesariamente tener un comité de inversiones que sustenten la gestión administradora de los fondos recibidos.

Cada fondo y Negocio Fiduciario se considera un patrimonio independiente de su Administradora, la que deberá llevar una contabilidad separada de otros fondos y negocios fiduciarios.

Al hablar de Fondo de Inversión se entiende por un patrimonio común, integrado por aportes efectuados por varios inversionistas, personas naturales o jurídicas y las asociaciones de empleados legalmente reconocidas, para su inversión en los Valores, bienes y demás activos que la Ley de Mercado de Valores, permite, correspondiendo la gestión del mismo a una

compañía Administradora de Fondos y Fideicomisos, la que actuará por cuenta y riesgo de sus aportantes o partícipes.

Los partícipes de este fondo se beneficiarán al tomar ventaja del tamaño del portafolio y de la administración profesional obteniendo mejores resultados de los que obtendrían si operaran en forma personal.

Todos los aportes de los inversionistas están expresados en unidades de participación, de igual valor y características, las mismas que no son negociables. Cuando se trata de los fondos colectivos, los aportes se expresan en cuotas, que son valores negociables.

Según la Ley de Mercado de Valores en sus Art. 76 y Art. 77; los Fondos de inversión pueden clasificarse en:

**a) Fondos Administrados:** Son aquellos que admiten la incorporación, en cualquier momento de aportantes, así como el retiro de uno a varios de éstos, por lo que el monto del patrimonio y el valor de sus respectivas unidades es variable. Los aportes efectuados por los inversionistas, se expresan en unidades.

Los fondos administrados poseen diferentes características y condiciones referentes a plazos de inversión, montos de aporte mínimo y se clasifican por su objetivo en fondos de inversión de corto o mediano plazo, y los fondos de ahorro programado.

**b) Fondos Colectivos:** Son aquellos que tienen como finalidad invertir en Valores de proyectos productivos específicos. El fondo estará constituido por los aportes hechos por los constituyentes, dentro de un proceso de oferta pública, denominados cuotas las mismas que deberán someterse a calificación de riesgo y serán libremente negociables en las Bolsas de Valores del país. Las cuotas no son rescatables. El fondo colectivo tiene un patrimonio fijo y el número de cuotas están en función del valor nominal de las mismas.

**c) Fondos Internacionales:**

Estos fondos a su vez se clasifican en:

**1) Fondos Administrados o Colectivos constituidos en el Ecuador** que recibirán únicamente inversiones de carácter extranjero para inversión en el mercado ecuatoriano. Los rendimientos podrán ser reembolsados en todo momento atendiendo los plazos fijados en sus normas internas;

**2) Fondos Administrados o Colectivos constituidos en el Ecuador**, por nacionales y extranjeros, con el fin de que dichos recursos se destinen a ser invertidos en Valores tanto en el mercado nacional como en el internacional; y,

**3) Fondos constituidos en el exterior**, por nacionales o extranjeros. Estos Fondos podrán actuar en el mercado nacional y constituirse con dineros provenientes de ecuatorianos o extranjeros.

Las Administradoras de Fondos y Fideicomisos constituidas en el Ecuador serán las únicas instituciones autorizadas para manejar o representar Fondos Internacionales.

Todo fondo tiene un patrimonio independiente, se constituye por escritura pública, se inscribe en el registro del Mercado de Valores, no garantizan rendimientos específicos, tiene duración indefinida y un reglamento interno.

### **Fideicomisos**

La figura del fideicomiso mercantil es muy utilizada en legislaciones bursátiles de otros países y a través del cual se han desarrollado grandes proyectos particulares o de obras sociales y públicas como construcción de edificios, hoteles, hospitales, etc.

Por medio del contrato de fideicomiso mercantil una o más personas llamadas constituyentes o fideicomitentes transfieren de manera temporal e irrevocable, la propiedad de bienes muebles o inmuebles a una sociedad Administradora de fondos y fideicomisos quien invertirá o administrará de manera correcta los bienes encargados a favor del propio constituyentes o de un tercero llamado beneficiario.

El fideicomiso mercantil tendrá un plazo de vigencia o podrá subsistir hasta el cumplimiento de la finalidad prevista. La duración del fideicomiso mercantil no podrá ser superior a los ochenta años, salvo algunos casos.

El fideicomiso es patrimonio independiente, lo cual quiere decir que:

- Es una unidad económica y jurídica independiente, distinta del patrimonio del constituyente, del beneficiario y del Fiduciario. La Administradora de fondos únicamente administra el fideicomiso sin combinar su patrimonio con el del fideicomiso.
- Tiene personalidad jurídica propia, es decir, tiene la capacidad de adquirir obligaciones y ejercer derechos por sí mismo.
- Es inembargable por deudas del constituyente, del beneficiario o del fiduciario.
- Es una sociedad para efectos tributarios, por lo tanto, tiene una contabilidad propia, RUC, y declara sus propios impuestos.

Los recursos y bienes que se pueden aportar a un fideicomiso son:

- Recursos monetarios: dinero, acciones, títulos valores.
- Bienes muebles: vehículos, maquinaria, equipos, etc.
- Bienes inmuebles: terrenos, casas, edificios, etc.

- Derechos: cuentas por cobrar, concesiones, arriendos, etc.

-Bienes y derechos que se espera que existan: flujos de dinero, importaciones futuras, etc.

### **Partes de un Fideicomiso Mercantil**

**Fiduciario.-** Es quien recibe el bien en fideicomiso y se compromete a darle el destino previsto: administrar o disponer del bien, en beneficio de otro.

Es aquel que se encarga de administrar, invertir, guardar, enajenar y disponer los bienes que por encargo fiduciario es entregada por otra persona llamada constituyente.

El fiduciario administrará los bienes a favor del propio constituyentes o de un tercero llamado fiduciario.

**Constituyentes o fideicomitentes.-** Es el propietario del bien que transmite en fideicomiso y establece las condiciones del contrato.

De acuerdo a la Ley de Mercado de Valores podrán actuar bajo esta denominación las personas naturales o jurídicas privadas, públicas o mixtas, nacionales o extranjeras, quienes transferirán el dominio de los bienes objeto del fideicomiso a títulos del fideicomiso mercantil.

**Beneficiarios.-** Es el que se beneficia con los frutos de lo fideicomitado.

Son beneficiarios de un fideicomiso mercantil las personas naturales, jurídicas privadas o públicas, nacionales o extranjeras, que son designadas por el constituyente en el contrato. Puede designarse como beneficiario del fideicomiso mercantil a una persona que al momento de la constitución del mismo no exista pero se espera que exista en el futuro.

Ventajas de la utilización del Fideicomiso:

- Protege los intereses de los beneficiarios.
- Permite un adecuado gerenciamiento de los bienes que integraban la empresa.
- Ofrece garantías al eventual acreedor.
- Puede ser una alternativa de liquidación de bienes anticipada en el concurso preventivo que evite la quiebra.
- Amplia gama de tipos de fideicomiso, siendo los más comunes los de: garantía, de administración, de inversión, y otros.

### **1.2.6 COMPAÑÍAS DE CUSTODIA DE VALORES**

Depósitos Centralizados de Compensación y Liquidación de Valores serán el Banco Central del Ecuador o son las compañías anónimas autorizadas y controladas por la Superintendencia de Compañías para recibir en depósito valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores,

encargarse de su custodia y conservación y brindar los servicios de liquidación y registro de transferencias de los mismos y, operar como cámara de compensación de valores.<sup>28</sup>

En el país DECEVALE es un de las compañías autorizadas para operar.

Entre las funciones de estas compañías están:

- Recibir depósitos de Valores inscritos en el Registro del Mercado de Valores y encargarse de su custodia y conservación hasta su restitución a quien corresponda;
- Llevar a nombre de los emisores los registros de acciones, obligaciones y otros Valores, los Libros de Acciones y Accionistas de las sociedades que inscriban sus acciones en la Bolsa;
- Efectuar el registro de las transferencias, así como la liquidación y compensación de los Valores depositados que se negocien en Bolsa y en el Mercado Extrabursátil;
- Recibir de los entes partícipes del Mercado de Valores información sobre los nombres y apellidos o denominaciones o razones sociales según corresponda, de las personas a las que pertenezcan los valores depositados, para lo cual abrirá una cuenta a nombre de cada depositante;
- Presentar a aceptación o a pago los valores que le sean entregados para el efecto y levantar protestos por falta de aceptación o de pago de los mismos;
- Unificar los valores del mismo género y emisión que reciba de sus depositantes, en uno solo que represente la totalidad de esos valores depositados.

Entre las ventajas que ofrece el depósito centralizado de compensación y liquidación de valores están:

- Reducir el riesgo de pérdida y/o deterioro de los valores, inherente al manejo físico de los mismos a través de la desmaterialización.
- Facilita el registro de cualquier cambio en los valores, así como en los procesos de compensación y liquidación de las operaciones bursátiles.
- Proporciona confiabilidad, por cuanto la información recibida debe ser manejada con la reserva prevista en la Ley de Mercado de Valores.
- Permite la reducción de costos al emisor, derivados de la impresión de los valores; de la custodia de los mismos y de la liquidación de las negociaciones.
- Brinda agilidad a las negociaciones de valores, especialmente en el Mercado Secundario.
- Facilita el cobro de rendimientos y amortizaciones de capital.

---

<sup>28</sup> Art.60 Ley de Mercado de Valores.

### 1.3 EL MERCADO DE CAPITALES EN EL ECUADOR

La mayoría de países de América Latina han adoptado importantes reformas económicas en los últimos años, han abierto sus mercados al comercio y a la inversión extranjera, han disminuido el déficit público, han adoptado regímenes monetarios más flexibles y disminuido la inflación.

A pesar de estas medidas sus sistemas financieros aún continúan siendo limitados.

Sin embargo existen países que han logrado aspectos positivos en el panorama financiero.

La expansión económica de Chile se debió en gran medida al crecimiento del mercado de capitales, el cual está íntimamente ligado al incremento de los fondos de pensiones, quienes pasaron a ser un actor de gran relevancia en el mercado de capitales. Brasil posee un dinámico mercado de valores y México está desarrollando rápidamente un mercado para bonos y títulos a largo plazo.

Pero la falta de profundidad financiera en la región aún es evidente, esta se mide a través de la relación de los activos financieros como porcentaje del PIB. La comparación con los mercados emergentes de Asia lo evidencian.

El sector financiero de Chile es igual al de China, un país con un ingreso per cápita que es la mitad del de Chile y que está muy por debajo de los mercados asiáticos más desarrollados de Malasia y Corea del Sur.

La profundidad financiera de Brasil es equivalente a la de Filipinas, pese a tener un ingreso per cápita superior.

Una serie de razones explican la diferencia, entre las que figuran tasas de crecimiento más altas, tasas inflacionarias más bajas y una mayor necesidad de ahorro por parte de los países desarrollados.

Este bajo nivel de profundidad financiera se presenta en el sector bancario, mercado de bonos corporativos y los mercados de valores.

Los ingresos de capital extranjero al mercado de valores de América Latina si bien ha sido positivo, no ha llegado a ser el óptimo, lo que ha implicado un lento desarrollo de este mercado con un alto costo para la región.

Una realidad que afecta a la mayoría de países de América Latina es no haber logrado generar el ahorro nacional suficiente para financiar su inversión, y en ciertas ocasiones tampoco ha generado el tipo de recursos necesarios para solventar el componente importado de esta. Por lo tanto, la expansión de la inversión ha dependido en buena medida de la obtención de financiamiento externo por parte de los países, el cual está condicionado a la posibilidad de que



estos accedan a los mercados internacionales, tanto de crédito como de títulos, como también a la disponibilidad de recursos financieros en estos mercados.

La continua baja tasa de ahorro en Latinoamérica ha privado a los mercados financieros del capital necesario para crecer, al igual que la cuantiosa deuda pública que ha frenado el desarrollo del sistema financiero.

Esta insuficiencia de ahorro nacional ha determinado que América Latina haya tenido que competir con otras regiones del mundo por el acceso a recursos financieros y por la atracción de recursos de inversión bajo la forma de Inversión Extranjera Directa.

El bajo desarrollo del mercado de capitales que obliga al uso de formas tradicionales de control monetario, junto con una elevada carga de deuda pública en relación a la capacidad de generación de ahorro financiero, se expresan en una baja conversión del ahorro financiero en créditos.

La falta de diversificación hacia mercados de capitales es una problemática para el proceso de inversión en América Latina, dados los bajos niveles de crédito bancario interno.

Los mercados de capitales y de deuda son componentes importantes de un sistema financiero y juegan un rol clave en el crecimiento económico.

Un bajo grado de desarrollo del mercado de capitales restringe las posibilidades de financiar proyectos de largo plazo, por lo que la inversión estará sujeta a la disponibilidad de recursos internos de las empresas y de crédito bancario.

Dentro de los principales factores que han determinado un bajo desarrollo financiero en América Latina, se destaca la volatilidad del crecimiento económico y la evolución de variables relevantes para la toma de decisiones del sistema financiero.

Dentro de los factores microeconómicos que afectan y que limitan el desarrollo de los mercados accionarios en los países de América Latina se pueden identificar los siguientes:<sup>29</sup>

a) Estructura familiar del control y resistencia a abrir el capital a inversionistas externos. Los grandes conglomerados prefieren financiarse en los mercados internacionales antes que entregar parte del poder de decisión.

b) Altos costos de emisión de títulos.

c) Débil protección al accionista minoritario que lo exponen a riesgos de extracción de renta por parte del socio controlador: estructura de directorios dominada por el controlador (baja presencia de directores independientes), debilidades de la legislación que regulan el uso de información privilegiada, las transacciones con partes relacionadas con el controlador y/o la administración, y el desvío de operaciones u oportunidades comerciales hacia otras empresas del controlador.

---

<sup>29</sup> Los mercados financieros en América Latina. CEPAL-Serie Macroeconómica del desarrollo No. 107

- d) Límites a la participación privada/extranjera en ciertas áreas de la economía.
- e) Prácticas y normas de contabilidad y divulgación financiera insuficientes en relación a los estándares definidos por las mejores prácticas internacionales. Problemas de falta de independencia de las auditoras externas.
- f) Ausencia de esquemas que favorezcan la apertura de empresas medianas (capital de riesgo).

En el mercado de capitales, las principales restricciones a la oferta de títulos hacen referencia a estructuras tradicionales de propiedad poco proclives a su apertura y a compartir el control o admitir accionistas minoritarios, baja liquidez de mercado y altos costos de transacción.

La liquidez y los costos de transacción son susceptibles de economías de escala. Ello afecta en forma especial a medianas empresas, por cuanto los montos mínimos de emisiones requeridos para alcanzar costos competitivos con otras fuentes de recursos exceden el tamaño económico de estas empresas. De este modo, se tiende a crear un círculo negativo que mantiene el desarrollo del mercado en un bajo nivel.

Para aumentar la profundidad financiera en América Latina los gobernantes deben reforzar las políticas macroeconómicas que contribuyan a reducir la deuda pública y evitar la disminución del ahorro.

El mercado de valores ecuatoriano, demuestra un constante crecimiento de capitalización bursátil.

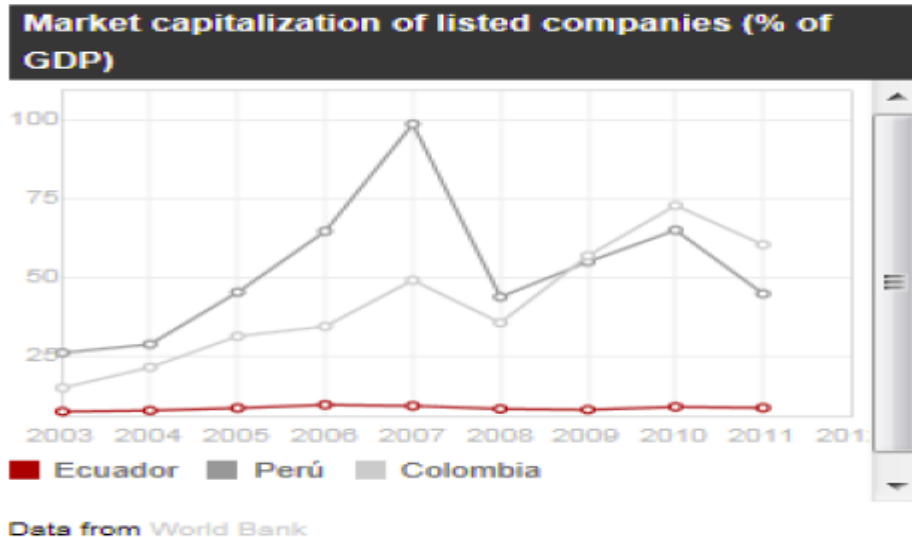
“La oferta pública de valores, ha mantenido un constante crecimiento en el período (2009-2012), equivalente al 73,92% en relación con 2009 y al 12,02% en relación al 2011.

La capitalización bursátil en relación con el PIB en el Ecuador se ha mantenido en el período considerado (2009-2012), en un promedio del 8,6%, con pequeñas fluctuaciones. Se observa que la participación de la misma es menor a la existente en otros países de la región, y responde a un menor desarrollo de participación empresarial en el mercado bursátil a nivel local.”<sup>30</sup>

---

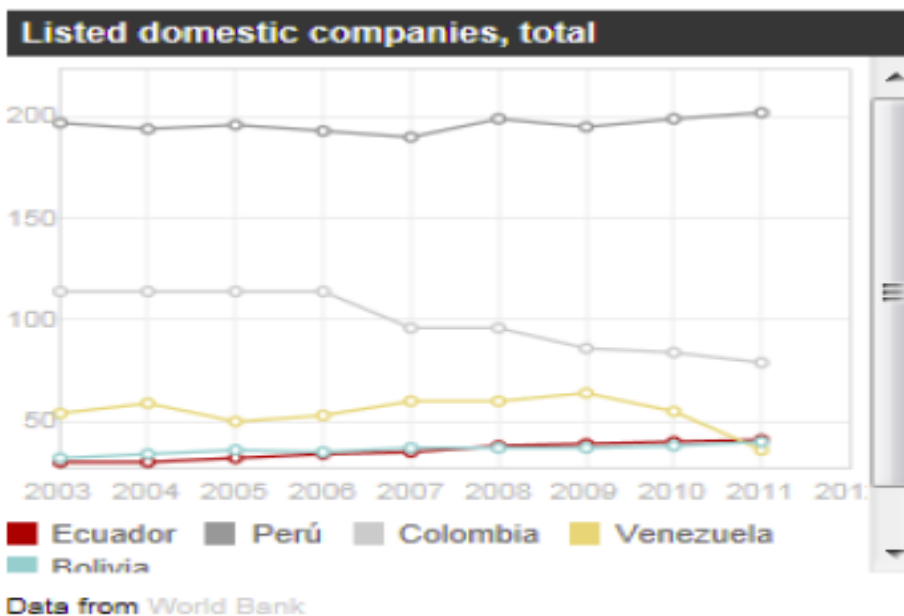
<sup>30</sup> Breve análisis de la evolución del mercado de valores durante el año 2012. Superintendencia de Compañías. Pg1

## CAPITALIZACIÓN BURSÁTIL EN RELACIÓN AL PIB



Fuente: Banco Mundial

El número de compañías listadas en las Bolsas de Valores del país, se mantiene dos veces menor a Colombia y tres veces al Perú, en condiciones similares a Bolivia. Existe además un alto grado de concentración de determinadas empresas en el mercado bursátil; sin embargo, mientras la participación en Venezuela y Colombia, marca una tendencia a la baja, en el Ecuador se ha mantenido con un crecimiento moderado y continuo



Fuente: Banco Mundial

La emisión de bonos corporativos del sector privado (obligaciones, papel comercial), en el Ecuador, denota que existe un grado de estabilidad y confianza en los agentes económicos, que permite la emisión de los mismos a tasas fijas, aunque se mantienen en promedios de mediano plazo, inclusive de corto plazo.

Sin embargo, el destino del financiamiento se dirige en un 68% al sector financiero y solamente en un 32% al sector productivo.<sup>31</sup>

Durante el periodo enero-diciembre del 2012, la Superintendencia de Compañías, a través de las Intendencias de Mercado de Valores de Quito y Guayaquil, autorizó 132 emisiones de valores por un valor total de \$2.013,15 millones. De la comparación de este monto con el autorizado en igual periodo del año 2011, que fue de \$1.797,16 millones, se obtiene un incremento anual del 12%, equivalente a \$216 millones.

De las 132 emisiones autorizadas a través de oferta pública, 115 fueron a emisores u originadores del sector mercantil (87,12%) y 16 del financiero (12,12%) y uno del sector público no financiero (0,76%). Es decir que a nivel nacional durante el periodo en análisis se autorizaron, en promedio, 11 emisiones por mes.

El monto total autorizado de emisiones de valores a través de procesos de oferta pública, se distribuye en \$681,7 millones en obligaciones, \$950,8 millones en papel comercial, \$2,6 millones en acciones, \$374 millones en titularizaciones, y \$3,9 millones en notas promisorias.<sup>32</sup>

En cuanto a emisión de obligaciones el monto total autorizado fue de \$681,7 millones a 83 emisores, correspondiendo 78 al sector mercantil y 5 al sector financiero. Frente al 2011 presenta un crecimiento del 109,8% equivalente a \$356,79 millones.

La tasa de interés que devengaron estos valores oscilan entre 8,50 y 7 por ciento, dando un promedio ponderado de 7,81 por ciento, a plazos que van desde los 180 días hasta los 6 años. Los recursos obtenidos por las emisiones serán destinados en su mayor parte para la reestructuración de pasivos y para capital de trabajo.

Entre las empresas del sector mercantil autorizadas a realizar emisión de obligaciones que registran mayores montos, están las siguientes: Tiendas Industriales Asociadas (TIA) S.A., FISA Fundiciones Industriales S.A., Créditos Económicos CREDICOSA S.A. con \$20 millones, Teojama Comercial S.A. con \$18 millones, Automotores y Anexos S.A. AYASA, La Ganga RCA S.A. con 15 millones; y, Plásticos del Litoral Plaslit S.A., Qumipac Ecuador S.A. QUIMPACSA e INTEROC con \$12 millones.

En lo que respecta a la emisión de papel comercial se autorizaron 23 emisiones en el año 2012, 17 a emisores del sector mercantil y 6 del financiero, por un valor total de \$950,8 millones de

---

<sup>31</sup> Breve análisis de la evolución del mercado de valores durante el año 2012. Superintendencia de Compañías. Pg3

<sup>32</sup> Breve análisis de la evolución del mercado de valores durante el año 2012. Superintendencia de Compañías. Pg3

dólares, que comparado con el monto aprobado en igual periodo del año anterior (\$464,1 millones) manifiesta un crecimiento del 104,86%.

Los emisores del sector financiero que emitieron los mayores montos, fueron el Banco Pichincha con \$ 400 millones de dólares, Diners Club del Ecuador con \$150 millones y Produbanco con \$125 millones; mientras que del sector mercantil, Pronaca lo hizo con \$40 millones. El plazo de las emisiones de papel comercial va de 30 hasta 720 días.

Durante el periodo enero-diciembre del 2012 se autorizaron 20 procesos de titularizaciones por un valor total de \$374 millones, que comparado con el monto aprobado en igual periodo del año anterior, representa una disminución del 61,13%.

De los veinte originadores participantes, cinco pertenecen al sector financiero y quince al sector mercantil. Los plazos de las titularizaciones van desde 22 días hasta los 7 años, mientras que los montos fluctúan desde los \$3 millones hasta los \$50 millones.

Las tasas de interés que devengaron los valores de los procesos de titularización oscilaron entre el 6,50% y el 10%.

Los activos a titularizarse son principalmente cartera hipotecaria, mercantil y de flujos futuros.

Las negociaciones de valores en las bolsas del país durante el periodo enero-diciembre del 2012 ascendieron a \$3.748,7 millones de dólares, de los cuales \$2.034,8 millones se transaron en la Bolsa de Valores de Guayaquil (54,3%) y \$1.713,8 millones en la Bolsa de Valores de Quito (45,7%), presentando una disminución del 0,33% frente al 2011.

Desde el ámbito del sector público, se da un incremento en la negociación de bonos del Estado, que corresponde a deuda interna pública.

Por tipo de Renta el 96,31% de las negociaciones que equivalen a \$3.610,2 millones de dólares, fueron con valores de renta fija, mientras que el 3,69% equivalente a \$138,5 millones restante correspondió a valores de renta variable.

Dentro de los valores de renta fija aquellos emitidos por el Sector Público representaron el 36,49% equivalente a un valor de \$1.367,7 millones de dólares.

El 59,82% restante de las negociaciones de valores de renta fija correspondieron a emisores del Sector Privado con un monto equivalente a \$2.242,5 millones. De este valor el 31,07% correspondió a valores cuyos emisores pertenecen al sector financiero privado, mientras el 28,75% restante a valores emitidos por empresas del sector mercantil.

Por tipo de Mercado, se obtiene que \$2.607,1 millones, equivalentes al 69,55% del monto total transado en el periodo enero-diciembre de 2012, correspondió a valores negociados por primera vez, es decir pertenecientes al mercado primario, en tanto el 30,45% (\$1.141,6 millones) fueron negociados en el mercado secundario.

Los valores que más se negociaron en el mercado primario, fueron Certificados de Inversión, valores provenientes de procesos de Titularización, certificados de depósito, Obligaciones y Papel Comercial; mientras que los valores mayormente transados en el mercado secundario fueron los Bonos del Estado, los valores provenientes de procesos de Titularización, las Acciones y Obligaciones.

Al 30 de diciembre del 2012, el valor total de capitalización bursátil alcanzado por 52 empresas que cotizaron en bolsa alcanzó un valor de \$5.900,8 millones de dólares, siendo las diez empresas más grandes de conformidad a su capitalización bursátil de mayor a menor, las siguientes: Holcim Ecuador, Corporación Favorita, Compañía de Cervezas Nacionales, Banco Pichincha, Banco de Guayaquil, Holding Tonicorp, Produbanco, Lafarge Cementos, Sociedad Agrícola e Industrial San Carlos S.A. y la Corporación MultiBG.

En lo que respecta a las transacciones del Sector Público, se observa que en el periodo en análisis las compras de valores por parte de Instituciones de este sector llegaron a un monto total de \$910,1 millones, siendo la CFN aquella que más compras de valores realizó, con un monto de \$356,8 millones equivalente al 39,20% del total de compras del Sector Público, seguido de la ISSPOL con un monto de \$232 millones equivalente al 25,5%, el BIESS con \$193,4 millones representando el 21,25%, el BEDE con \$ 63,2 millones de dólares que representan el 6,95% sobre el total, y otras instituciones con el 7,1% restante.

Por su parte, las ventas de valores por parte de emisores pertenecientes al Sector Público, alcanzaron un valor total de \$1.170,3 millones de dólares, siendo la CFN la Institución que registra el mayor monto con \$562,1 millones, equivalente al 48,03% del total de ventas de valores de este Sector, seguido por el Ministerio de Finanzas con \$405,4 millones equivalentes al 34,64%.<sup>33</sup>

Un factor que afectó al mercado de valores Ecuatoriano en el año 2012, fue la nueva regulación emitida por la Ley de Control de Mercado, en la cual las instituciones financieras ecuatorianas, sus accionistas y sus directores debían enajenar sus participaciones en todo tipo de negocios no financieros, entre los que se incluyó a las compañías de seguros y a las empresas del mercado de valores, como las administradores de fondos y fideicomisos y las casa de valores.

---

<sup>33</sup> Breve análisis de la evolución del mercado de valores durante el año 2012. Superintendencia de Compañías. Pg7

Esta regulación ocasionó que la mayoría de administradoras de fondos liquiden los fondos administrados de inversión por lo que recursos que se encontraban invertidos en el mercado de valores se trasladaron al sector financiero.

El mercado se descapitalizó, dado que las casa de valores y administradoras de fondos tenían un plazo previsto para vender el negocio, redujeron su capital al mínimo necesario para operar luego de haber consolidado capitales sociales importantes.

El Consejo Nacional de Valores emitió en junio del 2012 una normativa referente a la nómina de accionistas, la cual establece que las personas jurídicas que se inscriban en el Registro del Mercado de Valores deberán revelar al momento de su inscripción así como hasta el 31 de marzo de cada año, en los medios que establezca la Superintendencia de Compañías, el domicilio o residencia y la identidad de sus accionistas, partícipes o socios, según corresponda, hasta llegar a la identificación de la última persona natural<sup>34</sup>, esto ha ocasionado que las empresas decidan financiarse en menor cuantía a través del mercado de valores, ya que esto implica transparentar su composición accionarial.

El Banco del IESS (BIESS) constituye uno de los principales inversores dentro del mercado bursátil, en el 2012 el portafolio del BIESS a ser invertido bordeó los \$ 8 mil millones de dólares, de los cuales la previsión oficial esta invertir \$ 250 millones, mediante el mercado de valores, lo cual no se cumplió.<sup>35</sup>

El mercado de capitales es esencial para asignar eficientemente los recursos de ahorro hacia los distintos proyectos de inversión que crean empleo y riqueza para los ecuatorianos.

#### **1.4 ANALISIS DEL SECTOR COMERCIAL ENFOCADO A LA INDUSTRIA DE ELECTRODOMESTICOS**

La industria de electrodomésticos en el Ecuador se encuentra en una etapa creciente en los últimos años por el apoyo del Gobierno al sector. El mismo está compuesto por empresas ensambladoras, productoras de piezas y partes y distribuidoras.

En el Ecuador se producen principalmente cocinas y refrigeradores. Son cuatro las empresas que abastecen el mercado, de ellas las marcas Indurama y Durex son las que lideran el mercado cada una con una participación de 37% y 32% respectivamente<sup>36</sup>.

---

<sup>34</sup> Resolución No CNV.004.2012 junio 2012

<sup>35</sup> Patricio Peña, Presidente Directorio BVQ. Sector privado busca formas de activar mercado de valores. 21-nov.2012. Diario El Universo.

<sup>36</sup> FLACSO, Boletín de Análisis Sectorial y de MIPYMES, Elaboración de partes y piezas para el sector de línea blanca, Agosto-2011, p.4.

En cuanto a la distribución, el mercado de línea blanca es altamente competitivo y está compuesto por 10 empresas grandes y alrededor de 200 distribuidores pequeños. Las empresas comercializan tanto productos locales como productos importados.

La oferta en el mercado ecuatoriano ha crecido y el componente local ha ido ganando participación especialmente desde el año 2007 en que el Gobierno estableció una salvaguarda del 30% a los electrodomésticos importados lo que encareció estos productos.

Además, el Gobierno emprendió un programa durante el 2011 para incentivar la producción nacional de partes y piezas necesarios para el ensamblaje de artefactos de línea blanca. Esta industria se abastece en 50% con piezas y partes que se fabrican localmente y el restante 50% es comprado en el exterior. El Gobierno espera que el porcentaje importado baje a 20%, y mejore la competitividad de la industria que actualmente exporta a Colombia, Perú, Venezuela y algunos países de Centro América.

El segmento de línea blanca crece junto con la construcción y se ha podido observar que aumentó la base de consumidores que ahora tienen acceso al financiamiento del sistema financiero, del Banco del Instituto Ecuatoriano de Seguridad Social (BIESS) y de las casas comerciales.

Las casas comerciales compiten por segmentos, la mayoría están dirigidas a un segmento económico medio bajo. La competencia se evidencia por agresivas campañas publicitarias, promociones, precios, servicios post venta y facilidades de financiamiento.

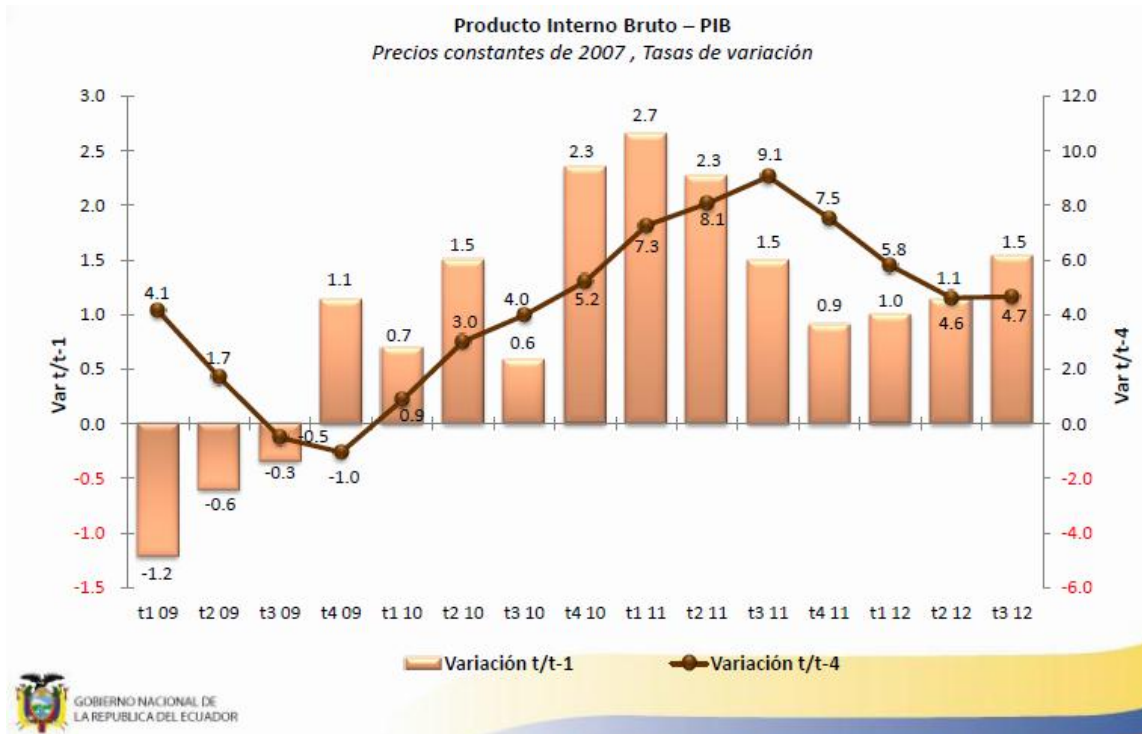
El negocio financiero es un componente importante de los ingresos de estas empresas las cuales tienen obligación legal de transparentar los precios de contado y precios con financiamiento. Hasta ahora las casas comerciales no han sido sometidas a regulación directa de las tasas de interés que cobran pero existe un riesgo potencial que pudiera haber a futuro mayor control de tasas por parte del Gobierno como ocurre en el sistema financiero.

Además, en general se podría decir que existe una concentración de la industria de línea blanca en proveedores que provienen del Asia. Así como se demostró con el terremoto sucedido en Japón a inicios del 2011, un factor de esta naturaleza puede afectar a las empresas locales que tuvieron que absorber costos adicionales, hubo problemas para el abastecimiento e impactos en su capital de trabajo por las variaciones en los inventarios.

Por el lado de la demanda, ésta ha mostrado una tendencia creciente en los últimos años en el país y se esperaría que continúe en función de las condiciones actuales de liquidez en la economía. Sin embargo, el segmento al que se dirigen la mayoría de casas comerciales, se estima que es vulnerable a cambios macroeconómicos que puedan afectar en general la capacidad de pago de los clientes.



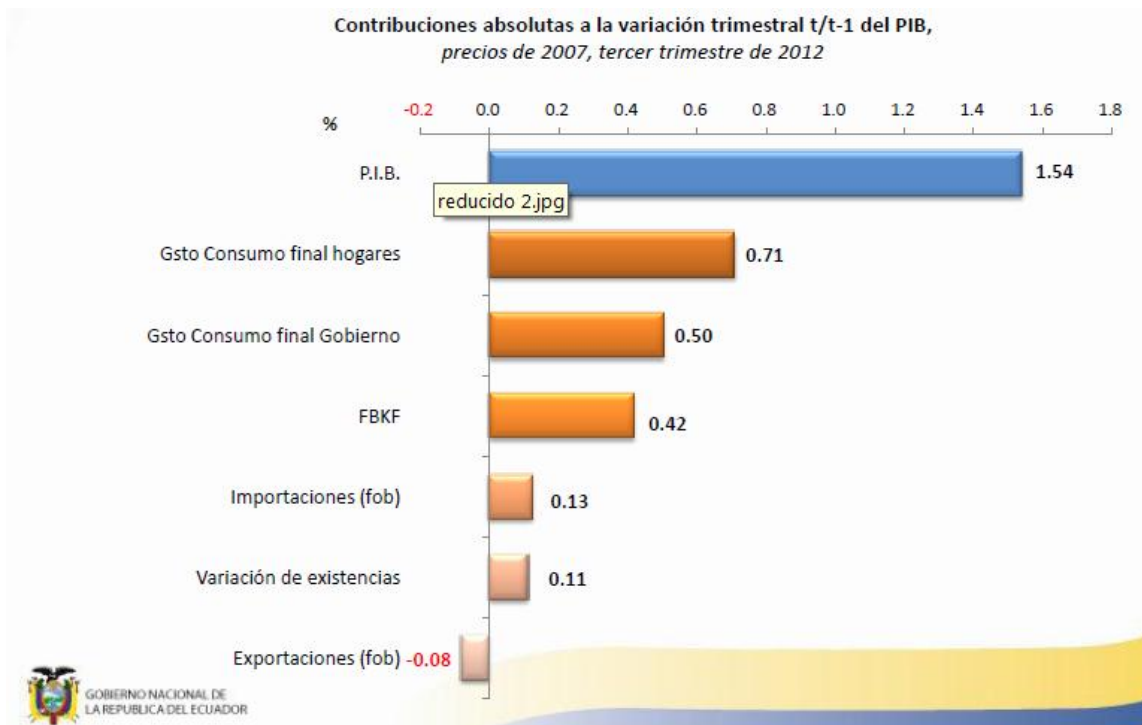
El PIB (a precios constantes) en el tercer trimestre de 2012 se incrementó en 1.5%, en relación con el trimestre anterior y presentó una variación positiva de 4.7% con respecto al tercer trimestre de 2011.<sup>37</sup>



Fuente: Banco Central del Ecuador.

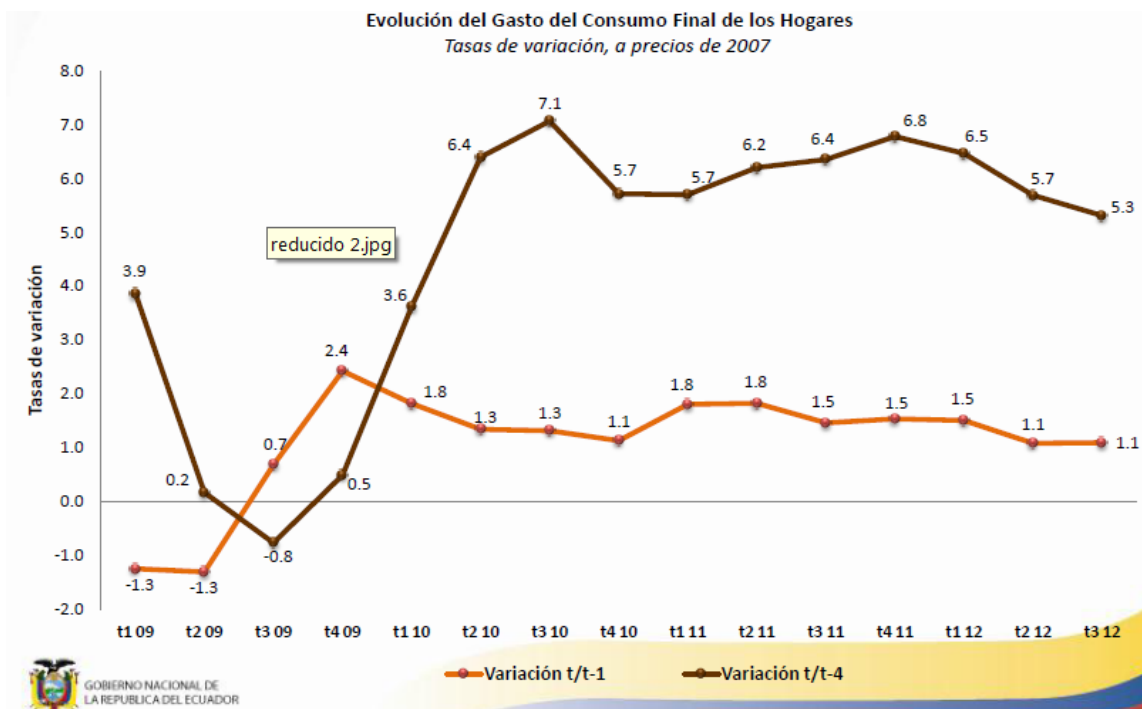
El Gasto de Consumo Final de los Hogares fue el que más contribuyó (0,71%) al crecimiento trimestral del PIB (1.5%), por lo que constituye uno de los componentes del PIB que mayor dinamismo da a la economía.

<sup>37</sup> Cuentas Nacionales Trimestrales del Ecuador. Boletín No81. Banco Central de Ecuador.



Fuente: Banco Central del Ecuador.

El consumo final de los hogares aumentó en 1.1% al compararlo con el segundo trimestre de 2012, y presenta un incremento de 5.3% en relación al tercer trimestre de 2011.



Fuente: Banco Central del Ecuador.

No se observa un riesgo de desaceleración del consumo en el corto plazo por los niveles actuales de liquidez en la economía, pero sí existe un potencial riesgo sistémico y de nuevas limitaciones en las importaciones por parte del Gobierno por el alto déficit de la Balanza Comercial no petrolera, lo que encarecerá los productos importados.

De acuerdo a las proyecciones realizadas por el Banco Central del Ecuador en su documento denominado "Supuestos Macroeconómicos 2012-2015" se estima un crecimiento promedio del PIB del 4,07% y una inflación promedio del 4,1%.

Los supuestos considerados fueron:

-La Inversión Pública especialmente en los sectores petrolero e hidroeléctrico alimenta la inversión privada y el consumo de los hogares.

-Mayores niveles de inversión, especialmente en el sector minero y en la nueva refinería de El Pacífico.

-El deflactor del PIB que sintetiza las variaciones de los precios de todos los bienes y servicios producidos y comercializados en el país, no registran fuertes variaciones.

Variables	2012 (e)	2013 (e)	2014 (e)	2015 (e)
<b>A. SECTOR REAL</b>				
Inflación promedio del período	5.14%	3.82%	3.75%	3.67%
Crecimiento real PIB	5.35%	4.37%	3.26%	3.28%
Crecimiento real PIB no petrolero	6.10%	4.50%	3.16%	4.21%
Crecimiento real PIB petrolero	0.28%	3.39%	3.97%	-3.38%
PIB nominal (millones dólares)	71,625.4	77,454.1	83,321.6	88,728.3
PIB ramas petroleras	10,164.9	9,895.4	10,747.6	11,056.1
PIB ramas no petroleras	61,460.5	67,558.7	72,574.1	77,672.2
Tasa de variación del deflactor del PIB	3.10%	3.61%	4.18%	3.11%

(e) Cifras estimadas

Fuente: Banco Central del Ecuador.

#### 1.4.1 ANALISIS F.O.D.A DEL SECTOR COMERCIAL ENFOCADO A LA INDUSTRIA DE ELECTRODOMESTICOS

A continuación se presenta el análisis FODA y FODA cruzado del sector:

<b>Fortalezas</b>	<b>Debilidades</b>
<p>-F1 Colocación de créditos, con generación de alta rentabilidad.</p> <p>-F2 Comercialización de producto nacional e importado</p> <p>-F3 Facilidades de financiamiento de acorde a las necesidades del cliente.</p> <p>-F4 Atractivas campañas publicitarias en cuanto a precios, promociones y servicio post venta.</p> <p>-F5 Comercialización de equipos de innovación tecnológica de audio y video.</p> <p>-F6 Consumidores demuestran un gran interés en artefactos tecnológicos.</p> <p>-F7 65% de los electrodomésticos vendidos en el país son de fabricación nacional</p>	<p>-D1 Producción nacional de cocinas y refrigeradoras en su mayor parte.</p> <p>-D2 Incremento de hábito de consumo en día de Madres, Padres y Navidad.</p> <p>-D3 Alta concentración de la competencia en número reducido de almacenes de electrodomésticos.</p> <p>-D4 Riesgo de permanencia de los negocios con acceso al crédito bancario cada vez más restrictivo.</p> <p>-D5 Riesgo de cartera vencida. La cartera es el principal activo financiero de estos negocios.</p> <p>-D6 Dependencia en proveedores Asiáticos para la comercialización de productos importados.</p> <p>-D7 Falta de conocimiento de las empresas de fuentes alternativas de financiamiento.</p>
<b>Oportunidades</b>	<b>Amenazas</b>
<p>-O1 Sector industrial de electrodomésticos en crecimiento.</p> <p>-O2 Políticas del gobierno que protegen y favorecen la industria nacional.</p> <p>-O3 Aumento del gasto consumo final de los hogares según proyección 2013-2015 realizada por el BCE</p> <p>-O4 Tasas de interés de consumo estables.</p> <p>-O5 Ecuador catalogado como un consumidor de alta tecnología.</p> <p>-O6 Dinamismo en el sector de la construcción el cual muestra tasas crecientes altas.</p> <p>-O7 Mercado Bursátil como fuente alternativa de Financiamiento.</p>	<p>-A1 Regulaciones y limitaciones impuestas por el gobierno a las importaciones.</p> <p>-A2 Incremento de precios de productos importados por políticas arancelarias tomadas por el gobierno.</p> <p>-A3 Regulaciones por parte del gobierno al sector Bancario.</p> <p>-A4 Regulación de tasa de interés a las casas comerciales por parte del gobierno.</p> <p>-A5 Cambios macroeconómicos que afecten la capacidad de pago de los consumidores.</p> <p>-A6 Riesgo de exposición cambiaria. (cambio de moneda local)</p>

## F.O.D.A CRUZADO

Fortalezas-Oportunidades	Debilidades-Oportunidades
<p><b>-F3;F4;O5</b> La tecnología es muy dinámica y el mercado ecuatoriano es consumidor de esta tecnología, por lo que a través de campañas publicitarias atractivas y el ofrecimiento de crédito de acorde a las necesidades financieras del cliente se debe llegar al consumidor final, lo que permitirá incrementar ventas y maximizar la rentabilidad de las empresas comerciales .</p> <p><b>-F2;O6</b> La proyección de crecimiento del sector de la construcción, constituye una oportunidad de crecimiento para el sector comercial de electrodomésticos, ya que debe abastecerse el mercado interno para amoblar las nuevas viviendas con producto nacional e importado.</p> <p><b>-F7;O2</b> Las políticas proteccionistas del gobierno a la producción nacional, incentivarán el incremento de la misma para que pueda ganar participación en el mercado frente a la producción de artículos importados.</p> <p><b>-F3;O7</b> Las cadenas comerciales al ofrecer financiamiento a largo plazo (15,18 y 24 meses) necesitan igualmente apalancarse a largo plazo, por lo que el mercado bursátil constituye una buena alternativa.</p>	<p><b>-D6;O5</b> Al ser el país un consumidor de alta tecnología se debe buscar alianzas estratégicas con proveedores del exterior para poder ensamblar productos de línea café en el Ecuador y minimizar la dependencia hacia ciertos proveedores.</p> <p><b>-D4;O7</b> Dado al acceso al crédito bancario cada vez más restrictivo, se debe buscar fuentes alternativas de financiamiento a las tradicionales como el mercado bursátil, que ayude a la empresa a reestructurarse financieramente y a tener un costo de fondos más bajo que le permita hacer frente a la creciente demanda y pueda seguir desarrollándose e incrementando su rentabilidad.</p> <p><b>-D2;O3;O6</b> Aprovechar el actual crecimiento del sector industrial de electrodomésticos, el cual viene dado principalmente por el incremento del gasto de consumo de los hogares y del sector de la construcción, para publicitar campañas atractivas que permitan atraer más clientes a las cadenas comerciales y no sea sólo las ventas de mayo y diciembre las que establezcan el comportamiento de la demanda de la empresa.</p> <p><b>-D5;O7</b> Las cadenas comerciales deben contar con políticas claras de otorgamiento y control del crédito, de esta manera cuidan su principal activo que es la cartera, misma que puede ser utilizada por la empresa para obtener liquidez a través del mercado de valores como por ejemplo titularizar su cartera.</p>
Fortalezas-Amenazas	Debilidades-Amenazas
<p><b>-F2;A6</b> Dado que el sector industrial de electrodomésticos comercializa producto importado, se debería buscar apalancamiento a través de deuda nacional tanto financiera y fuentes alternativas como mercado de valores, que permitan minimizar el riesgo de exposición cambiaria.</p> <p><b>-F1;F2;A5</b> La experiencia de las cadenas comerciales en la venta de electrodomésticos y otorgamiento del crédito, les obliga a estar siempre preparadas e incluso anticiparse a los posibles cambios dados por políticas o regulaciones que implante el gobierno e infieran en la decisión de compra de los consumidores.</p> <p><b>-F7;A1</b> Las Regulaciones y</p>	<p><b>-D4;D7;A3</b> La restricción al otorgamiento del crédito por parte de la banca y la falta de conocimiento de las empresas de fuentes alternativas de financiamiento, no sea una restricción para la continuidad de los negocios comerciales de electrodomésticos, hoy en día el mercado de valores constituye un medio ágil para obtener recursos financieros, las empresas pueden decidir de acuerdo a las condiciones del mercado la estructura de financiamiento más conveniente, buscando abaratar el costo del crédito con una tasa de financiamiento competitiva y mejores plazos que se adapten a sus flujos y estructura cíclica que les permita seguir creciendo.</p> <p><b>- D5;A5</b> Riesgo de cartera vencida, misma que es el principal activo financiero de estos negocios, puede verse principalmente afectada por cambios macroeconómicos que afecten la capacidad de pago</p>

<p>limitaciones impuestas por el gobierno a las importaciones ayudará a incrementar la venta de electrodomésticos de producción nacional mejorando su participación de mercado.</p>	<p>de los consumidores.</p>
---	-----------------------------

## CAPITULO II

### EMISION DE OBLIGACIONES

La emisión de obligaciones es el mecanismo mediante el cual una compañía privada (anónima, limitada o sucursal de compañía extranjera domiciliada en el Ecuador), o del sector público, inscrita en el Registro del Mercado de Valores, emite papeles de deuda (obligaciones) a un determinado rendimiento y plazo, y los ofrece en el mercado de valores al público en general o a un sector específico de éste.<sup>38</sup>

Es un mecanismo utilizado por las compañías para captar recursos del público y financiar de esta manera sus actividades productivas. Son por tanto valores representativos de deuda, que el emisor reconoce o crea, y que son exigibles según las condiciones de la emisión. Como cualquier título valor otorgan un derecho de cobro de intereses y recuperación de capital, para lo cual podrán tener cupones.

La emisión de obligaciones constituye un mecanismo de financiamiento empresarial directo, al proporcionar a las empresas capital fresco y a menores costos de lo que pueden conseguir a través de operaciones tradicionales de crédito.

Las obligaciones pueden ser emitidas por:

- Compañías anónimas.
- Compañías de responsabilidad limitada.
- Sucursales de compañías extranjeras domiciliadas en el Ecuador.
- Organismos seccionales que reconocen o crean una deuda a cargo de la emisora.

#### **Características de la Emisión de Obligaciones a Largo Plazo**

Dentro de las características de la emisión de obligaciones están:

1. Requieren de un prospecto de oferta pública
2. Tienen cupones de interés;
3. La tasa de interés puede ser fija o reajutable, la tasa que devengue las obligaciones debe estar vinculada a la evolución de una tasa de interés referencial, como lo serían las tasas del Banco Central o tasa de interés internacionales como la Libor o Prime.
4. El pago del capital se lo puede realizar al vencimiento, mediante amortizaciones periódicas o anticipadamente a través de sorteos los mismos que deberá contar en la escritura pública de emisión.
5. Plazo superior a 360 días;

---

<sup>38</sup>La Emisión de Obligaciones, Superintendencia de Compañías. Folleto Divulgativo #12

6. Aplicada para financiar programas productivos, de expansión o reestructuración de pasivos de las empresas.

Un aspecto importante es la garantía con la que el emisor respalda el cumplimiento y pago de la deuda contraída mediante la emisión de obligaciones. Las garantías pueden ser de tipo general y específica.

#### **Garantía general**

Representada por su patrimonio o sus bienes que no poseen sobre ellos algún tipo de gravamen.

#### **Garantía específica**

Constituida por hipotecas, prendas industriales, fianzas, avales, garantías bancarias, pólizas de seguros, certificados de almaceneras, fideicomisos que generen recursos para cubrir el flujo de pago de la emisión.

### **Actores que intervienen en un proceso de emisión de obligaciones**

A continuación se detallan las partes que intervienen en este proceso:

**Emisora.** Es la empresa o institución que emitirá los títulos y que asume la responsabilidad de cumplir con los pagos de capital e intereses en las fechas previstas.

**Estructurador.** Es la persona natural o jurídica (Casa de Valores por lo general) que asiste y dirige al emisor en la preparación y proceso de aprobación de la emisión.

**Calificadora de Riesgo.** Es la institución que emite la calificación de riesgo del emisor y de los títulos. Este es un requisito indispensable para la emisión.

**Representante de los obligacionistas.** Es el estudio jurídico que representa a los obligacionistas velando por el buen funcionamiento y cumplimiento de todos los términos aprobados para emisión, así como ser el canal de comunicación entre los emisores y los compradores de la emisión.

**Agente Pagador.** Es la institución que recibe los valores del emisor para pagar capital e intereses a los obligacionistas en sus respectivas fechas.

**Casa de Valores.** Es la institución inscrita en la Bolsa de Valores encargada de llevar a cabo las transacciones de compra y venta de los títulos.

**Bolsa de Valores.** Es la institución autorizada donde se realizan las transacciones de los valores.

**Obligacionistas.** Son aquellas personas naturales o jurídicas que han comprado los títulos valores emitidos por las empresas.



## **2.1 PROCEDIMIENTO PARA LA EMISION DE OBLIGACIONES**

Cuando una empresa decide emitir obligaciones, la Junta General de accionistas de la empresa debe aprobar la misma y presentar mediante escritura pública la decisión de iniciar un proceso de emisión de obligaciones.

Para estructurar la emisión, la empresa necesita asesorarse de especialistas, servicios que lo prestan las casas de valores, mismos que los ayudarán a definir la forma de pago acorde a los flujos generados por la empresa y a establecer las garantías generales o específicas que resguarden la emisión.

### **2.1.1 CALIFICACION DE RIESGO DE LOS VALORES A OFERTARSE**

Conforme al artículo 161 de la Ley de Mercado de Valores, toda emisión de obligaciones requerirá de calificación de riesgo, efectuada por compañías calificadoras de riesgo inscritas en el Registro del Mercado de Valores.

La calificación de riesgo no es más que una opinión acerca de la capacidad de pago de la deuda contraída. Para emitir su opinión solicita a la empresa toda la información necesaria. Se adjunta ANEXO 1.

En función de la información solicitada las firmas calificadoras de riesgo realizan sus análisis, utilizando sus metodologías de calificación.

Analizan factores tales como, el entorno macroeconómico, análisis del sector; posición de la empresa en el mercado, estructura financiera, funcionamiento de la empresa en términos de gestión operativa, niveles de producción, capacidad de pago, liquidez, niveles de endeudamiento, calidad de los activos, proyecciones financieras, ratios financieros, análisis de la estructura accionaria, política de distribución de dividendos, políticas de contribuciones de capital, estructura administrativa y experiencia en el sector. Adicionalmente analizan el mecanismo de garantía que va a respaldar la emisión de los títulos valores.

En base al análisis de estos aspectos las calificadoras deciden la calificación que corresponda según su criterio, y el emisor puede continuar con el proceso de emisión de obligaciones.

La ley determina que para cada emisión de obligaciones se necesita una calificación de riesgo al inicio y una actualización de la misma por cada semestre siguiente, por el período que dure la emisión.

### **2.1.2 CONTRATACION DEL REPRESENTANTE DE LOS OBLIGACIONISTAS Y DEL AGENTE PAGADOR**

La empresa emisora deberá contratar un Representante de los Obligacionistas, que es un estudio jurídico que velará por los intereses de los compradores de los títulos.

Igualmente deberá contratar al Agente pagador que generalmente es un institución financiera que pagará a los obligacionistas los valores correspondientes a capital e intereses.

Para estos dos casos se suscribe un contrato.

### **2.1.3 PROSPECTO DE LA OFERTA PÚBLICA DE LAS OBLIGACIONES**

El prospecto de oferta pública es un documento impreso o en medio magnético donde se encuentran descritas las características de la emisión, información de la empresa y del mercado.

Debe ser difundida a los posibles inversores de la emisión, a la Superintendencia de Compañías y a la Bolsa de Valores. El contenido del prospecto de oferta pública se detalla en el ANEXO 2.

Las obligaciones deben estar inscritas en el Registro del mercado de valores y para ello deben cumplir con los requisitos contemplados en el ANEXO 3.

Las obligaciones luego de colocarse en el mercado primario, es necesario inscribirlas en las Bolsas de Valores, con el objetivo que el tenedor del título pueda negociarla libremente en cualquier momento, y hacer efectiva su inversión. Para ello las Bolsas de Valores solicitarán a los emisores la documentación necesaria para su inscripción. Se detalla en el ANEXO 4.

### **2.1.4 COLOCACION DE LAS OBLIGACIONES**

Una vez cumplidos todos los requisitos, la Superintendencia revisa y analiza la información, para poder emitir un comunicado aprobando la emisión y autorizando la oferta pública e inscripción en el Registro de mercado de valores, las cuales podrán ser negociadas en el mercado bursátil y extrabursátil.

El emisor autoriza el inicio de las negociaciones a través de la casa de valores contratada.

Para resumir se adjunta ANEXO 5 con el proceso de emisión de obligaciones a largo plazo.

### **2.1.5 ORGANISMOS DE CONTROL**

Las empresas que emiten obligaciones están sujetas a controles periódicos por parte de distintos organismos de control, entre ellos están:

-La Superintendencia de Compañías, quien solicita información actualizada de los estados financieros de la empresa (estado de resultados, flujo de caja y evolución patrimonial), resoluciones de Junta tomadas y hechos relevantes que se hayan dado en la compañía.

Este requerimiento lo realiza con periodicidad trimestral, semestral y anual.

-Bolsa de Valores de Quito y Guayaquil, igualmente estas entidades solicitan información actualizada acerca de datos generales de la empresa, de su estructura organizacional, de su estructura de capital, de su estructura financiera y de su distribución de dividendos con periodicidad trimestral y semestral.

-Representante de los Obligacionistas, revisan que se esté cumpliendo con el resguardo de la emisión, al igual que se mantenga la relación activo libre de gravamen versus la emisión de la obligación con lo acordado en el prospecto de oferta pública.

La información es solicitada semestralmente.

## **2.2 EFECTO FINANCIERO DE UNA EMISION DE OBLIGACIONES**

### **2.2.1 COSTO FINANCIERO DE INSTRUMENTAR UNA EMISION DE OBLIGACIONES**

Los costos financieros en los que incurre una empresa que decide instrumentar una Emisión de Obligaciones son varios, ya que existen algunos participantes en el proceso, pero como se verá más adelante existe un margen de ahorro frente al financiamiento tradicional.

Los supuestos tomados para valorar la emisión de obligaciones fueron los siguientes:

Monto de la Emisión \$7.000.000. Se financia el 42% del pasivo financiero con emisión de obligaciones.

Se emitirán dos series: \$5.000.000 serán colocados en el mes de junio y \$2.000.000 en el mes de septiembre del año 1.

El plazo de la emisión será de 3 años y la tasa estimada del cupón será del 6,53% (tasa pasiva referencial+2 puntos porcentuales).

Se estima una tasa de interés activa promedio pagada por el financiamiento bancario del 8,87%.

Los demás costos imputados al resto de participantes del proceso están en función de un porcentaje sobre el monto a emitir vigentes en el mercado de valores.

Para valorar el costo se realizó una proyección del flujo de caja con los pagos y costos que conlleva esta emisión para poder estimar una TIR de costo.

Se adjunta ANEXO 6 en el cual se puede observar que el costo de la emisión expresado en términos de tasa es del 0,91%. El proceso de emisión tendría un costo total de \$105.150.

Se adjunta detalle de costos y su periodicidad de pago.

**PROCESO EMISION DE OBLIGACIONES**

Monto referencial de la emisión	\$ 7.000.000,00	Saldo >>	7.000	4.667	2.333
Plazo referencial de la emisión (años)	3	1080 días. Amort semestral			
Tasa de interés estimada referencial	6,53%				

Detalle de Costos de Casa de Valores	% del Monto a Emitir	Valor	Periodicidad	% del Total	Primer Año	Segundo Año	Tercer Año
Estructurador Financiero	0,17%	35.000,00	50% al inicio. 30%-SIC. 20%-BVQ	33%	35.000	0	0
Comisión de Colocación - Casa de Valores	0,08%	17.500,00	Contra éxito - No se cobra IVA	17%	17.500	0	0
<b>Total</b>	<b>0,25%</b>	<b>52.500,00</b>					

Detalle de Costos de Bolsa de Valores	% del Monto a Emitir	Valor	Periodicidad	% del Total	Primer Año	Segundo Año	Tercer Año
Comisiones Colocación - Bolsa de Valores	0,03%	6.300,00	Al momento de la Colocación - sin IVA	6%	6.300	0	0
Inscripción Bolsa de Valores	0,01%	2.800,00	Pago anual del 0,0175% sobre saldo emisión	3%	1.400	933	467
<b>Total</b>	<b>0,04%</b>	<b>9.100,00</b>					

Detalle de Costos de Terceros	% del Monto a Emitir	Valor	Periodicidad	% del Total	Primer Año	Segundo Año	Tercer Año
Representante de los Obligacionistas	0,06%	12.000,00	Anual, por el tiempo que dure la emisión	11%	4.000	4.000	4.000
Desmaterialización de valores	0,02%	3.500,00	Una sola vez	3%	3.500	0	0
Agente Pagador	0,00%	700,00	Una sola vez	1%	700	0	0
Calificadora de Riesgos	0,10%	20.000,00	\$ 8 mil primer año y luego \$ 6,5 mil por c/año	19%	8.000	6.000	6.000
Gastos Notariales	0,02%	3.500,00	Una sola vez	3%	3.500	0	0
Prospectos, títulos, publicaciones	0,01%	1.350,00	Una sola vez	1%	1.350	0	0
Registro Mercado de Valores - SIC	0,01%	2.500,00	Una sola vez	2%	2.500	0	0
<b>Subtotal</b>	<b>0,21%</b>	<b>43.550,00</b>					

<b>Total costos para la emisión</b>	<b>0,50%</b>	<b>105.150,00</b>	100%	83.750	10.933	10.467
-------------------------------------	--------------	-------------------	------	--------	--------	--------

<b>Tasa de Interés Promedio - Anual Fijo</b>	<b>6,53%</b>
<b>Plazo - Promedio Ponderado</b>	<b>3,00</b>

<b>Costo en función de Flujo de Caja</b>	<b>0,91%</b>
--	--------------

Elaboración: Propia

En resumen, el costo promedio de emitir obligaciones es del 6,53%(tasa de interés del cupón), los gastos de emisión y colocación expresados en término de tasa son del 0,91%, esto nos da un costo total de la emisión del 7,44% si comparamos con la tasa de interés activa promedio del 8,87%, tenemos un margen de ahorro del 1,43%.

Cuadro Resumen	
Costo Promedio de la Emisión	6,53%
Gastos de emisión y colocación	0,91%
<b>Costo Total de la Emisión</b>	<b>7,44%</b>
Tasa de Interés Activa Promedio	8,87%
<b>Margen de Ahorro</b>	<b>1,43%</b>

Elaboración: Propia

Para obtener el costo real de este ahorro se elimina el efecto de la carga impositiva, por lo que el ahorro real sería del 0,91%.

<b>Costo Real de tasa sin carga impositiva</b>	
Costo Total de la Emisión	4,74%
Tasa de Interés Activa Promedio	5,65%
<b>Margen de Ahorro</b>	<b>0,91%</b>

Elaboración: Propia

La Emisión de Obligaciones nos ha permitido obtener un financiamiento más barato y un apalancamiento mayor en plazos que los ofrecidos por la banca tradicional.

### **2.2.2 EFECTO EN BALANCES, FLUJO DE EFECTIVO Y RATIOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA**

Para analizar el efecto de una Emisión de Obligaciones en los Estados Financieros de una empresa comercial se tomaron las siguientes consideraciones:

- Se sustituye el 42% del pasivo financiero por emisión de obligaciones.
- La Emisión se realiza por el valor de \$7,000,000.00 a 3 años plazo.
- El capital será pagado semestralmente y el pago de interés será trimestral.
- La tasa de interés del cupón será del 6,53% (tasa pasiva referencial + 2 puntos porcentuales).
- La tasa de interés activa promedio generada por la empresa debido a su pasivo financiero con bancos es del 8,87%.
- La proyección se realizó por los 3 años que dura la Emisión de Obligaciones, la misma que parte desde el mes de junio del año 1 con la colocación de la primera serie por \$5,000,000.00 y la segunda serie por \$2,000,000.00 en el mes de septiembre del mismo año. La Emisión se termina de cancelar en septiembre del año 4.
- Se partió de un año base y se proyectaron dos balances: el status quo, que no contempla el efecto de una emisión de obligaciones y una proyección con el efecto de la misma.
- Se asume que la tasa de interés activa promedio varía ligeramente en cada uno de los años de la proyección con tendencia al alza.

Se adjunta ANEXO 7 con las proyecciones correspondientes al Año1 y a continuación se realiza el análisis respectivo del efecto financiero de la emisión de obligaciones en los estados financieros de la empresa en el AÑO 1.

## BALANCE GENERAL

CALCULAR		<b>ESTADO DE SITUACIÓN</b>				
Cuentas	DICPEO:01	DIPCSEO:01	DICPEO:01 / DIPCSEO:01		% Est.	% Est.
			\$ VAR.	% VAR.	DICPEO:01	DIPCSEO:01
<u>Efectivo</u>	1.007.860	1.007.860	0	0,0%	1,9%	1,9%
<u>Cuentas por cobrar</u>	43.263.494	43.263.494	0	0,0%	79,7%	79,7%
<u>Inventarios</u>	8.559.844	8.559.844	0	0,0%	15,8%	15,8%
<u>Pagos anticipados</u>	430.000	430.000	0	0,0%	0,8%	0,8%
<u>Activos fijos</u>	1.044.222	1.044.222	0	0,0%	1,9%	1,9%
<u>Otros activos</u>	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%
<b>TOTAL DEL ACTIVO</b>	<b>54.305.421</b>	<b>54.305.421</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>ACTIVO - EFECTIVO</b>	<b>53.297.561</b>	<b>53.297.561</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>		

Cuentas	DICPEO:01	DIPCSEO:01	DICPEO:01 / DIPCSEO:01		DICPEO:01	DIPCSEO:01
			\$ VAR.	% VAR.		
<b>PASIVO OPERACIONAL</b>	<b>17.564.837</b>	<b>17.549.025</b>	<b>15.812</b>	<b>0,1%</b>	<b>55,1%</b>	<b>55,0%</b>
Proveedores Nacionales	13.616.022	13.616.022	0	0,0%	77,5%	77,6%
Proveedores Exterior	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%
Otras Ctas. por Pagar	900.000	900.000	0	0,0%	5,1%	5,1%
Retención al Personal	38.000	38.000	0	0,0%	0,2%	0,2%
Impuestos por Pagar	1.679.961	1.670.691	9.269	0,6%	9,6%	9,5%
Varios Acreedores	145.000	145.000	0	0,0%	0,8%	0,8%
Participación de Empleados	1.185.855	1.179.311	6.543	0,6%	6,8%	6,7%
<b>FINANCIERO</b>	<b>13.748.611</b>	<b>13.792.232</b>	<b>-43.620</b>	<b>-0,3%</b>	<b>43,1%</b>	<b>43,2%</b>
Financiero Corto Plazo	7.581.611	13.792.232	-6.210.620	-45,0%	55,1%	100,0%
Financiero Largo Plazo	6.167.000	0	6.167.000	0,0%	44,9%	0,0%
<b>PASIVOS ESPECIALES</b>	<b>588.731</b>	<b>588.731</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,8%</b>
<b>TOTAL DEL PASIVO</b>	<b>31.902.180</b>	<b>31.929.988</b>	<b>-27.808</b>	<b>-0,1%</b>	<b>58,7%</b>	<b>58,8%</b>
<b>PASIVO-EFECT-DIF</b>	<b>30.305.589</b>	<b>30.333.397</b>	<b>-27.808</b>	<b>-0,1%</b>		
<b>PATRIMONIO</b>	<b>22.403.241</b>	<b>22.375.433</b>	<b>27.808</b>	<b>0,1%</b>	<b>41,3%</b>	<b>41,2%</b>
<b>RESULTADOS</b>	<b>7.905.697</b>	<b>7.862.077</b>	<b>43.620</b>	<b>0,6%</b>	<b>35,3%</b>	<b>35,1%</b>
<b>Rel. Endeudamiento</b>	<b>1,42</b>	<b>1,43</b>	<b>0,00</b>			
<b>TOTAL PAS.+ PATR.</b>	<b>54.305.421</b>	<b>54.305.421</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Elaboración: Propia

\*Siglas DICPEO:01: Balance a diciembre presupuestado con Emisión de Obligaciones Año 1.

\*Siglas DIPCSEO:01: Balance a diciembre presupuestado sin Emisión de Obligaciones Año 1

<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>						
Cuentas	DICPEO:01	DICPSEO:01	DICPEO:01 / DICPSEO:01		% Est.	% Est.
			\$ VAR.	% VAR.	DICPEO:01	DICPSEO:01
<b>VENTAS TOTALES</b>	97.537.481	97.537.481	0	0,0%		
<b>COSTO VENTAS MAY +MIN TOTAL</b>	76.738.920	76.738.920	0	0,0%		
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	20.798.561	20.798.561	0	0,0%	21,3%	21,3%
<b>INGRESO FINANCIERO</b>	1.981.236	1.981.236	0	0,0%	2,0%	2,0%
<b>UTILIDAD BRUTA TOTAL</b>	22.779.797	22.779.797	0	0,0%	23,4%	23,4%
<b>TOTAL DE GASTOS DIRECTOS</b>	9.424.637	9.424.637	0	0,0%	9,7%	9,7%
<b>GASTO FINANCIERO</b>	1.452.480	1.496.100	-43.620	-2,9%	1,5%	1,5%
<b>UTILIDAD DIRECTA</b>	11.902.680	11.859.060	43.620	0,4%	12,2%	12,2%
<b>Gastos de Matriz</b>	3.996.984	3.996.984	0	0,0%	4,1%	4,1%
<b>RESULTADO</b>	7.905.697	7.862.077	43.620	0,6%	8,1%	8,1%
15% Participación Empleados	1.185.855	1.179.311	6.543	0,6%	1,22%	1,21%
Impuesto a la Renta	1.679.961	1.670.691	9.269	0,6%	1,72%	1,71%
<b>UTILIDAD NETA</b>	5.039.882	5.012.074	27.808	0,6%	5,2%	5,1%

Elaboración: Propia

\*Siglas DICPEO:01: Balance a diciembre presupuestado con Emisión de Obligaciones Año 1.

\*Siglas DICPSEO:01: Balance a diciembre presupuestado sin Emisión de Obligaciones Año 1.

Como se puede observar el financiamiento a través de la emisión de obligaciones vs el financiamiento tradicional nos permite un ahorro de \$43.620 en gasto financiero. Por otro lado se genera un mayor pago de impuestos y participaciones por \$15.812, ocasionado por una mayor generación de utilidad, consecuencia de un gasto financiero menor. La utilidad neta que se genera es de \$27.808.

El balance general registra un apalancamiento en pasivo operacional dado al incremento de los impuestos por pagar y un incremento del patrimonio como consecuencia de una mayor utilidad, la relación pasivo/patrimonio pasa de 1,43 a 1,42.

El flujo de caja comparativo acumulado a diciembre del Año 1 entre los dos escenarios confirma que la generación neta de caja incremental fue de \$43.620, la misma que se utilizó para pagar pasivo financiero e impuestos generados por una mayor utilidad, por esta razón la variación de la caja es cero.

FLUJO DE CAJA ACUMULADO AÑO 1	TOTAL AÑO 1		
	con EO	sin EO	DIFERENCIA
<b>CAJA INICIAL</b>	<b>103.030</b>	<b>103.030</b>	<b>0</b>
INGRESOS DE EFECTIVO	106.217.444	106.216.279	1.165
INGRESOS POR ctas. RESULTADOS	99.518.717	99.518.717	0
INGRESOS OPERATIVOS	-4.781.185	-4.796.997	15.812
INGRESOS PATRIMONIALES	0	0	0
<b>NUEVOS PASIVOS FINANCIEROS</b>	<b>11.479.911</b>	<b>11.494.559</b>	<b>-14.647</b>
EGRESOS DE EFECTIVO	105.312.614	105.311.449	1.165
EGRESOS POR ctas. RESULTADOS	94.478.835	94.506.643	-27.808
EGRESOS OPERATIVOS	-4.147.245	-4.147.245	0
EGRESOS POR INVERSION	-483.333	-483.333	0
EGRESOS PATRIMONIALES	2.593.021	2.593.021	0
<b>PAGO DE PASIVOS FINANCIEROS</b>	<b>12.871.336</b>	<b>12.842.363</b>	<b>28.973</b>
<b>CAJA FINAL</b>	<b>1.007.860</b>	<b>1.007.860</b>	<b>0</b>
<b>VARIACION DE CAJA</b>	<b>904.830</b>	<b>904.830</b>	<b>0</b>
GENERACION NETA DE CAJA	4.889.276	4.845.656	43.620
MOV. PATRIMONIAL NETO	-2.593.021	-2.593.021	0
<b>PASIVOS FINANCIEROS (NETO)</b>	<b>-1.391.425</b>	<b>-1.347.805</b>	<b>-43.620</b>

Elaboración: Propia

\*EO: Emisión de Obligaciones

Al analizar los efectos en el capital de trabajo en el escenario del Año 1 con Emisión de Obligaciones vs. Status Quo, hay una baja del capital del trabajo dado por el incremento del pasivo operacional correspondiente a impuestos y participaciones.

En el capital invertido se puede observar el cambio de composición de la deuda financiera, donde \$6.167.000 pertenecen a financiamiento con emisión de obligaciones.



<b>BALANCE GERENCIAL</b>				
	<b>DICPEO:01</b>	<b>DICPSEO:01</b>	<b>DICPEO:01 / DICPSEO:01</b>	
			<b>\$ VAR.</b>	<b>% VAR.</b>
EFFECTIVO Y EQUIVALENTES	1.007.860	1.007.860	0	0,0%
CUENTAS POR COBRAR COMERCIAL	41.265.278	41.265.278	0	0,0%
OTRAS CUENTAS POR COBRAR	1.998.216	1.998.216	0	0,0%
INVENTARIOS	8.559.844	8.559.844	0	0,0%
PAGOS ANTICIPADOS	430.000	430.000	0	0,0%
PASIVO OPERACIONAL	17.564.837	17.549.025	15.812	0,1%
<b>CAPITAL DE TRABAJO (Efect+Ctas Cobr+Invent+PagAntic-Ctas Pagar)</b>	<b>35.696.361</b>	<b>35.712.174</b>	<b>-15.812</b>	<b>0,0%</b>
ACTIVO FIJO	1.044.222	1.044.222	0	0,0%
OTROS ACTIVOS	0	0	0	0,0%
<b>CAPITAL INVERTIDO (CapTrab + Act Fijo)</b>	<b>36.740.584</b>	<b>36.756.396</b>	<b>-15.812</b>	<b>0,0%</b>
PAS FIN Corto Plazo	7.581.611	13.792.232	-6.210.620	-45,0%
PAS FIN Largo Plazo	6.167.000	0	6.167.000	0,0%
OTROS PASIVOS LP	588.731	588.731	0	0,0%
PATRIMONIO	22.403.241	22.375.433	27.808	0,1%
<b>CAPITAL EMPLEADO (Pas Fin + OtrPas +Patrim)</b>	<b>36.740.584</b>	<b>36.756.396</b>	<b>-15.812</b>	<b>0,0%</b>

Elaboración: Propia

\*Siglas DICPEO:01: Balance a diciembre presupuestado con Emisión de Obligaciones Año 1.

\*Siglas DICPSEO:01: Balance a diciembre presupuestado sin Emisión de Obligaciones Año 1.

Al analizar los principales indicadores financieros correspondientes al Año 1 tenemos:

<b>INDICADORES FINANCIEROS AÑO 1</b>			
	<b>DICPEO:01</b>	<b>DICPSEO:01</b>	<b>DICPEO:01 / DICPSEO:01 VAR.</b>
<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>			
VENTAS TOTALES	97.537.481	97.537.481	0
UTILIDAD NETA	5.039.882	5.012.074	27.808
U.NETA / VENTAS	5,17%	5,14%	0,0%
ROA	9,28%	9,23%	0,1%
ROE INICIAL ( U. Neta / Pat. Inic. Neto)	25,254%	25,115%	0,1%
GASTO FINANCIERO / VENTAS	1,49%	1,53%	0,0%
GENERACION DE CAJA	4.889.276	4.845.656	43.620
RELACION D/P	1,424	1,427	0,00
DÍAS DE EFECTIVO	3,960	3,959	0
<b>ENDEUDAMIENTO</b>			
UTILIDAD OPERATIVA/GASTO POR INTERES	6,44	6,26	
<b>INDICADORES DE RIESGO</b>			
PASIVO TOTAL / EBITDA	3,34	3,35	0,00
PASIVO FINANCIERO / EBITDA	1,44	1,45	0,00
Flujo por Resultados (FFO) / Gasto Financiero	3,60	3,47	0,12
EBITDA /Gasto Financiero	6,57	6,38	0,19
% Flujo Neto Operacion (FCO) / Pasivo Total	15,3%	15,2%	0,1%

Elaboración: Propia

\*Siglas DICPEO:01: Balance a diciembre presupuestado con Emisión de Obligaciones Año 1.

\*Siglas DICSEO:01: Balance a diciembre presupuestado sin Emisión de Obligaciones Año 1.

Tanto el ROA como el ROE presentan una mejora por el incremento de la utilidad neta.

El gasto financiero sobre ventas pasa de 1,53% a 1,49%

La cobertura de la deuda aumenta de 6.26 a 6.44 veces.

<b>ROE INICIAL (DESCOMPOSICION DUPONT )</b>			
			<b>DICPEO:01 / DICPSEO:01</b>
	<b>DICPEO:01</b>	<b>DICPSEO:01</b>	<b>\$ VAR.</b>
<b>MARGEN NETO (Ut. Neta / Ventas)</b>	5,17%	5,14%	0,03%
Margen Bruto	23,35%	23,35%	0,00%
Gastos / Ventas	-13,76%	-13,76%	0,00%
Gasto Fin Neto / Ventas	-1,49%	-1,53%	0,04%
Otros Ing. Neto / Ventas	0,00%	0,00%	0,00%
Particip. Emp. / Ventas	-1,22%	-1,21%	-0,01%
Impuestos / Ventas	-1,72%	-1,71%	-0,01%
<b>ROTACION DE ACTIVOS (Vntas / Act)</b>	1,80	1,80	0,00
Ventas Anualizadas	97.537.481	97.537.481	0
Total Activos	54.305.421	54.305.421	0
<b>APALANCAMIENTO (Act / Pat. Ini. Neto)</b>	2,72	2,72	0,00
<b>ROE INICIAL (Ut. Neta / Pat. Inicial Neto)</b>	<b>25,3%</b>	<b>25,1%</b>	<b>0,1%</b>

Elaboración: Propia

\*Siglas DICPEO:01: Balance a diciembre presupuestado con Emisión de Obligaciones Año 1.

\*Siglas DICPSEO:01: Balance a diciembre presupuestado sin Emisión de Obligaciones Año 1.

La descomposición Dupont confirma que la mejora del ROE viene dado por un incremento en la rentabilidad.

<b>ROIC (Retorno sobre el Cap. Invertido)</b>			
			<b>DICPEO:01 / DICPSEO:01</b>
	<b>DICPEO:01</b>	<b>DICPSEO:01</b>	<b>\$ VAR.</b>
<b>NOPAT (Anualizado)</b>	6.492.362	6.508.174	-15.812
Resultado Anualizado	9.358.177	9.358.177	0
Trabajadores Anualizado	1.185.855	1.179.311	6.543
Impuesto Renta Anualizado	1.679.961	1.670.691	9.269
<b>CAPITAL INVERTIDO</b>	<b>36.740.584</b>	<b>36.756.396</b>	<b>-15.812</b>
<b>ROIC</b>	<b>17,67%</b>	<b>17,71%</b>	<b>-0,04%</b>

Elaboración: Propia

\*Siglas DICPEO:01: Balance a diciembre presupuestado con Emisión de Obligaciones Año 1.

\*Siglas DICPSEO:01: Balance a diciembre presupuestado sin Emisión de Obligaciones Año 1.

El ROIC registra un ligero deterioro ocasionado por un NOPAT menor, dado a un mayor pago de impuestos y participaciones.

A continuación se adjunta cuadro que resume las principales variables afectadas por la Emisión de Obligaciones:

RESUMEN	DICPEO:01	DIPCSEO:01	DICPEO:01 / DIPCSEO:01
			\$ VAR.
TOTAL PASIVO	31.902.180	31.929.988	-27.807,85
GASTO FINANCIERO	1.452.480	1.496.100	-43.620,16
PASIVOS SUSTITUIDOS POR EMISION	6.167.000	-	6.167.000,00
COSTO FINANCIAMIENTO	7,44%	8,87%	-1,43%
% DE DISMINUCION GASTO FINANCIERO	-2,9%		-2,9%

Elaboración: Propia

\*Siglas DICPEO:01: Balance a diciembre presupuestado con Emisión de Obligaciones Año 1.

\*Siglas DICSEO:01: Balance a diciembre presupuestado sin Emisión de Obligaciones Año 1.

En el ANEXO 8 se adjunta las proyecciones de los tres años siguientes donde se puede observar que el comportamiento de los indicadores financieros del Año 2 mejoran frente al Año 1, la generación de caja incremental del escenario con Emisión de Obligaciones vs Sin Emisión de Obligaciones es de 72.365, la utilidad neta sobre ventas es de 5,41%, un ROA del 9,90%, el índice de cobertura de la deuda es de 8,67 veces, todo esto debido a un apalancamiento financiero más barato durante todo el año.

En el Año 3 y Año 4 los índices financieros son semejantes.

	DICPEO:02	DICPEO:03	SEPPEO:04
<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>			
U.NETA	5.41%	5.62%	5.24%
ROA	9.90%	10.51%	9.06%
UTILIDAD OPERATIVA/GASTO POR INTERES	8.67	11.46	11.01

Elaboración: Propia

\*Siglas DICPEO:02: Balance a diciembre presupuestado con Emisión de Obligaciones Año 2.

\*Siglas DICPEO:03: Balance a diciembre presupuestado con Emisión de Obligaciones Año 3.

\*Siglas SEPPEO:04: Balance a septiembre presupuestado con Emisión de Obligaciones Año 4.

### 2.2.3 VENTAJAS, DESVENTAJAS Y RIESGOS DE EMITIR OBLIGACIONES

El Emitir Obligaciones trae muchas ventajas para la empresa, pero lleva consigo ciertas desventajas y riesgos que pueden ser considerados como manejables.

#### VENTAJAS

-La empresa puede apalancarse a largo plazo y estructurar la emisión de acuerdo a su estructura cíclica de flujos.

-Costos financieros más bajos que los ofrecidos por la banca tradicional.

- Facilita la planeación estratégica a largo plazo, mejorando la liquidez y el capital de trabajo de la empresa emisora.
- La empresa que cotiza en la Bolsa de Valores gana una reputación de solidez y seriedad dentro de su mercado lo que le abre nuevas oportunidades de negocios y financiamiento.
- Puede ayudar a la empresa a estandarizar y organizar su sistema de información para sus accionistas y para terceros.
- El tenedor no participa de los beneficios adicionales en cuanto a la rentabilidad del emisor, el inversionista recibirá el pago de sus intereses y capital según lo pactado en cada título de obligación adquirida.

### **DESVENTAJAS**

- El tiempo de estructuración y colocación de las obligaciones pueden tomar algunos meses.
- Acceso a la información financiera de las empresas, pues deben hacer público sus balances, lo que para muchos accionistas no es una decisión fácil de tomar, por lo que desisten del financiamiento a través del mercado de valores.
- Empresas que no cuentan con la información organizada.
- Existen órganos de control y supervisión durante el tiempo de vigencia de la emisión, tales como Bolsa de Valores, Superintendencia de Compañías, Calificadora de Riesgos, Representante de Obligacionistas, lo cual puede tornarse en una ventaja ya que obliga a la empresa a contar con información clara, precisa y ordenada.

### **RIESGOS**

- Incumplimiento de las obligaciones contraídas por parte del emisor.
- El estado financiero de la empresa y el cumplimiento con las condiciones de la garantía de la emisión determinan la calificación otorgada por la calificadora de riesgos, misma que se la realiza semestralmente.
- El incumplimiento de las condiciones de la emisión con los obligacionistas pueden llevar a la empresa a sanciones legales.

## CAPITULO III

### TITULARIZACION DE CARTERA

La Titularización es una herramienta financiera de largo plazo que permite convertir activos de lenta rotación, en títulos valores que son negociados en el mercado de valores y adquiridos por inversionistas, quienes obtendrán un rendimiento por su inversión.

Para este efecto es necesario constituir un fideicomiso mercantil cuyo patrimonio autónomo estará conformado por aquellos activos.

Los activos transferidos al patrimonio autónomo (fideicomiso mercantil o fondo colectivo de inversión) deben tener la capacidad de generar flujos futuros de fondos con los cuales se pagará el capital y el rendimiento de los valores emitidos.

Al hablar del proceso de la titularización de cartera, el mismo da inicio a través de la conformación de un patrimonio autónomo mediante la transferencia de la Cartera de Crédito Comercial, la cual servirá de garantía para establecer un contrato con la fiduciaria, éste a su vez será la encargada de emitir instrumentos de deuda para colocarlos en el mercado de valores y ser adquiridos por los inversionistas.

Este mecanismo de financiamiento puede ayudar a las empresas a apalancarse a un mayor plazo y a un menor costo que el ofrecido por la banca tradicional.

#### 3.1 PROCEDIMIENTO PARA LA TITULARIZACION DE CARTERA

Para llevar a cabo un proceso de titularización se requiere cumplir con las siguientes etapas:

- Contactar a un estructurador con el fin de recibir asesoría en lo concerniente a los aspectos legales y financieros que conlleva dicho proceso con el objetivo de fijar las características de la titularización. El estructurador puede ser una casa de valores.
- Analizar las características propuestas por el estructurador en base a los riesgos inherentes de los flujos, de tal manera que el originador pueda aceptar o rechazar dichas características.
- Aprobación por parte de la Junta General de Accionistas de la empresa el proceso de Titularización.
- Contratar a una Fiduciaria que se encargará de armar el fideicomiso mercantil.
- Recopilar documentos e información para la aprobación del proceso por parte de la Superintendencia de Compañías.

- Contratar los servicios de una calificadora de riesgos y una casa de valores para que se encarguen de calificar el riesgo de la emisión y buscar a los posibles inversionistas, respectivamente.
- Contar con una compañía de Auditoría Externa por el tiempo que dure la emisión.
- Proporcionar toda la información necesaria a la Superintendencia de Compañías para que autorice la oferta pública de valores.
- Presentar la oferta pública a las Bolsas de Valores para su aprobación y negociación.
- Emitir los valores.
- Negociar los títulos.

### 3.1.1 PARTES QUE INTERVIENEN EN EL PROCESO DE TITULARIZACION DE CARTERA

Las partes que intervienen en un proceso de titularización de cartera son:

**Originador**, es la persona natural o jurídica propietaria del activo o derechos sobre flujos susceptibles de ser titularizados, tiene la obligación de demostrar que es propietario del bien que se quiere transferir al patrimonio autónomo. Cuando este sea una institución del sistema financiero se requerirá también la autorización de la Superintendencia de Bancos.

**Agente de Manejo**, es una sociedad administradora de fondos y fideicomisos autorizada por la Superintendencia de Compañías, la misma que deberá obtener las autorizaciones que se requieran para llevar los procesos de titularización.

**Estructurador**, puede ser el agente de manejo, una casa de valores o una tercera persona que cuente con la experiencia para intervenir en este tipo de procesos.

**Agente Pagador**, puede ser el agente de manejo o una institución financiera. Se encarga de realizar los pagos del capital e intereses de los valores emitidos por el patrimonio autónomo.

**Patrimonio de Propósito Exclusivo**, que siempre será el emisor de los valores provenientes del proceso de titularización. Es un patrimonio independiente integrado inicialmente por los activos transferidos por el originador y posteriormente por los activos, pasivos y contingentes que resulten como consecuencia del desarrollo del proceso de titularización.

**El Comité de Vigilancia:** Le corresponde al comité comprobar que el agente de manejo, cumpla con relación al respectivo patrimonio lo dispuesto en el Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias. Estará integrado por lo menos por tres miembros, elegidos por los tenedores de títulos, no relacionados al agente de manejo. No podrán ser elegidos como

miembros del mencionado comité los tenedores de títulos que pertenezcan a empresas vinculadas al agente de manejo.

**Auditor Externo**, es una compañía inscrita en la Superintendencia de Compañías, la misma que deberá expresar su opinión mientras dure el proceso de titularización.

**Intermediarios de Valores**, es una Casa de Valores inscrita en el Registro de Mercado de Valores de la Superintendencia de Compañías.

**Bolsa de Valores**, es una corporación civil sin fines de lucro inscrita en el Registro de Mercado de Valores (Superintendencia de Compañías), donde se negocian, a través de los intermediarios de valores (Casas de Valores), los valores provenientes del proceso de titularización.

Las Bolsas de Valores inscritas en la Superintendencia de Compañías son la Bolsa de Valores de Quito y la Bolsa de Valores de Guayaquil.

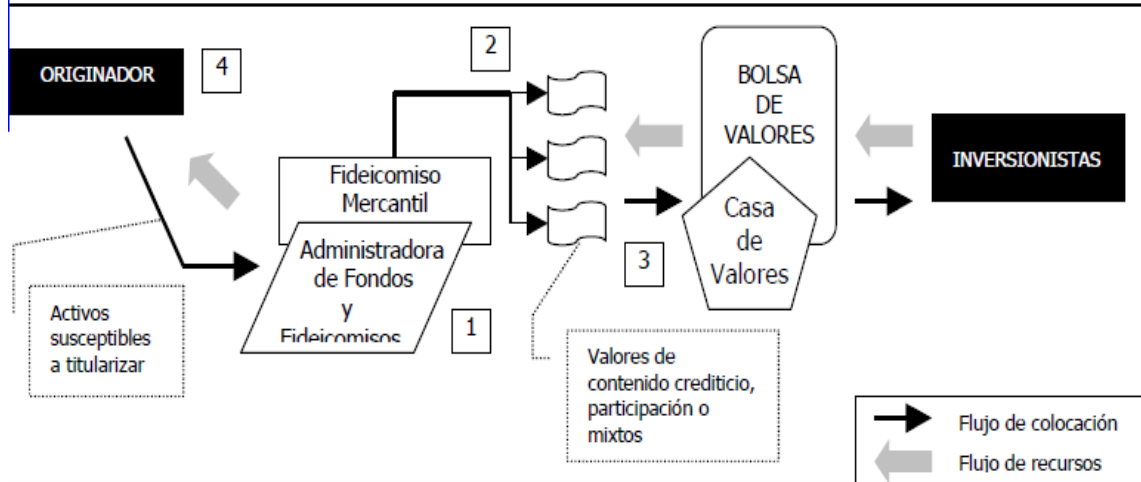
**Calificadora de Riesgos**, es una compañía autorizada e inscrita en el Registro de Mercado de Valores (Superintendencia de Compañías), la misma que emite su criterio técnico respecto del riesgo de los valores que se emitirán como consecuencia del proceso de titularización.

**Superintendencia de Compañías**, es el órgano de control encargado de autorizar los procesos de titularización, e inscribir los valores provenientes de dichos procesos, en el Registro del Mercado de Valores.

**Inversionistas**, Son las personas naturales o jurídicas que adquieren los títulos valores.



## ESQUEMA DEL PROCESO DE TITULARIZACION



FUENTE: Diario Guía Práctica de acceso al mercado de valores  
ELABORACION: Superintendencia de Compañías

1. El originador transfiere a un patrimonio autónomo utilizando como vehículo el fideicomiso mercantil sus activos que existen o se espera que existan y que sean capaces de generar flujos futuros.
2. Con cargo a este patrimonio autónomo la Administradora de Fondos y Fideicomisos emite valores que pueden ser de contenido crediticio, de participación o mixtos a fin de que sean negociados en el mercado de valores.
3. Las casas de valores colocan los valores derivados de este proceso a través de las bolsas de valores del país entre los inversionistas.
4. Con estos recursos levantados a través de la venta de los valores el fideicomiso mercantil entrega los recursos al originador o los mantiene en su poder según sea el caso.<sup>39</sup>

### 3.1.2 TRANSFERENCIA DE DOMINIO

La transferencia de dominio de activos desde el originador hacia el patrimonio autónomo puede ser a título oneroso o a título de fideicomiso mercantil. Cuando la transferencia recaiga sobre inmuebles, se cumplirán con las solemnidades previstas en las leyes correspondientes. En tales

<sup>39</sup>Guía práctica de ingreso al mercado de valores. Superintendencia de Compañías, pg 27

transferencias, importa tanto el traspaso del activo como de las garantías que le accedieren, a menos que el originador y el agente de manejo establezcan lo contrario.<sup>40</sup>

La transferencia de dominio de activos, cualquiera que sea su naturaleza, realizada con el propósito de desarrollar procesos de titularización, está exenta de todo tipo de impuestos, tasas y contribuciones, como también lo está la restitución del dominio de los bienes aportados al originador, sean éstos muebles o inmuebles.

### 3.1.3 MECANISMOS DE GARANTIA

El originador o agente de manejo a más de los activos con los que ha constituido el patrimonio autónomo, debe respaldar la emisión con una garantía.

Los mecanismos de garantía pueden ser internos o externos.

En lo que respecta a los mecanismos internos están:

**Subordinación de la emisión:** consiste en que una parte de la emisión sea suscrita ya sea por el originador o por un tercero. Es así que a aquella parte se imputarán hasta agotarla, los siniestros o faltantes de activos, mientras que a la porción colocada entre el público se cancelarán prioritariamente los intereses y el capital.

**Sobrecolateralización:** consiste en que la suma del valor de los activos que conforman el patrimonio de propósito exclusivo sea mayor al monto de la emisión realizada. De esta forma, el monto excedente se convierte en garantía de cumplimiento para los inversionistas en caso de producirse algún problema.

**Exceso de flujo de fondos:** cuando el flujo de fondos generado por los activos aportados, es superior a los derechos de los valores emitidos. El agente de manejo destinará esos recursos a un depósito en garantía para que en cada caso de necesidad se liquide y cubra los derechos de los inversionistas.

**Sustitución de activos:** consiste en que el originador presente activos de iguales o mejores características que aquellos que originalmente conformaban el patrimonio de propósito exclusivo, y a cambio, se le devuelve los activos que están siendo sustituidos y que provocaron algún problema o desviación.

En lo que respecta a los mecanismos externos están:

---

<sup>40</sup> Ley Mercado de Valores, art 144

**Contratos de apertura de crédito:** consiste en que el originador contrate con una institución financiera una línea de crédito preferencial a favor del patrimonio de propósito exclusivo. De esta forma, si se produjera algún inconveniente, el agente de manejo puede acudir a dicha institución financiera en representación de tal patrimonio y solicitar la entrega de recursos que permitan cumplir con los inversionistas.

**Garantía o aval:** Son garantías generales o específicas constituidas por el originador o terceros a favor de los inversionistas.

**Garantía bancaria o póliza de seguro:** consiste en contratar una garantía bancaria o una póliza de seguro que el agente de manejo puede ejecutar en caso de que no se pueda cumplir con las obligaciones contraídas con los inversionistas.

**Fideicomiso de garantía:** es cuando se constituyen patrimonios autónomos para garantizar los derechos de los inversionistas.

### 3.1.4 COLOCACION DE TITULOS EMITIDOS<sup>41</sup>

Se ha determinado tres etapas para la colocación de los valores derivados del proceso, las cuales se resumen en el siguiente cuadro:

ETAPA I	ETAPA II	ETAPA III
* Acuerdo	Presentación de documentos	Colocación
* Estructuración	* Superintendencia	
* Preparación de documentos	* Calificadora	

Es importante señalar que la Superintendencia de Compañías tiene un plazo máximo de 15 días hábiles para aprobar todos los procesos de emisión de valores, siempre y cuando la documentación que se presente esté enmarcada en las disposiciones de la Ley de Mercado de Valores y sus normas complementarias.

Para llegar al proceso de colocación debemos contar con la siguiente documentación:

- ♦ Solicitud de autorización, suscrita por el representante legal y con firma de abogado.

<sup>41</sup>Guía práctica de ingreso al mercado de valores. Superintendencia de Compañías, pg 29

- ◆ Certificados de veracidad de la información presentada y de la información contenida en el prospecto, suscrita por el representante legal.
- ◆ Autorización de la Superintendencia de Bancos y Seguros, en caso de que sea una institución financiera.
- ◆ Ficha registral, proporcionada por la Superintendencia de Compañías.
- ◆ Cálculo del índice de siniestralidad.
- ◆ Detalle de los flujos que generará el activo transferido.
- ◆ Calificación de riesgo.
- ◆ Certificación de la propiedad del activo.
- ◆ Prospecto de oferta pública. Se adjunta ANEXO 9
- ◆ Escritura de constitución del fondo colectivo o fideicomiso mercantil. Se adjunta ANEXO 10 con los requisitos a cumplir.
- ◆ Reglamento de Gestión. Se adjunta ANEXO 11
- ◆ Facsímil de los Valores.

Se adjunta ANEXO 12 con la información general solicitada por el Mercado de Valores y la Bolsa de Valores para la inscripción de la emisión.

Mientras más se agilite el proceso en la obtención de esta información, más pronto se llegará a la etapa de colocación.

Para resumir se adjunta ANEXO 13 con el proceso de titularización de cartera.

### **3.1.5 ORGANISMOS DE CONTROL**

**De la periodicidad de la información.**- El Consejo Nacional de Valores, dictará las normas de carácter general respecto del contenido y periodicidad de la información que el agente de manejo deberá poner a disposición de la Superintendencia de Compañías y de los inversionistas.<sup>42</sup>

La información que debe ser presentada a la Superintendencia de Compañías es la siguiente:

---

<sup>42</sup> Ley Mercado de Valores, art 149

1. Para mantener la inscripción de los negocios fiduciarios, la fiduciaria deberá presentar a la Superintendencia de Compañías, en los medios que esta establezca, la siguiente información:

a. Para los negocios fiduciarios inscritos: (Título V; art. 8 CRCNV)

1. Periodicidad anual; hasta el 31 de marzo de cada año:

- Los estados financieros auditados;
- Copia de información sobre rendición de cuentas, con el sustento correspondiente, presentada a los constituyentes o beneficiarios;

2. Periodicidad mensual; dentro de los 15 días posteriores al cierre del respectivo mes:

- Estados financieros cada uno de los negocios fiduciarios que administre. Esta información estará debidamente certificada por el representante legal y el contador de la fiduciaria;
- Nómina de los constituyentes, constituyentes adherentes y beneficiarios, con indicación del número de cédula de identidad, pasaporte o RUC;
- Las comisiones, honorarios y gastos en los que hubiere incurrido cada uno de los negocios fiduciarios que administra;
- Para el caso de fideicomisos de inversión, el portafolio de sus inversiones.

3. Periodicidad diaria, al día del corte o de la ocurrencia del hecho:

- Cualquier hecho relevante, de acuerdo a las disposiciones de la ley, o información que, por su importancia, haya afectado o pueda afectar el normal desarrollo de los negocios fiduciarios que administra, tales como reformas a los contratos que dieron origen al fideicomiso mercantil o al encargo fiduciario;
- Para los fideicomisos de inversión con adherentes:

a. Portafolio de inversiones;

b. Número de la cédula de ciudadanía, RUC o pasaporte de los fideicomitentes adherentes.

c. Para los negocios fiduciarios no inscritos: (Título V; art. 8 CRCNV)

1. Periodicidad mensual, por los medios que establezca la Superintendencia de Compañías:

- Denominación del negocio fiduciario, fecha de suscripción y vigencia;
- Nombres, apellidos y número de cédula de ciudadanía, RUC o pasaporte del constituyente y beneficiario;

- Comisiones de cada uno de los negocios fiduciarios que administra;
- Estados financieros mensuales;
- Portafolio de las inversiones, para el caso de los fideicomisos de inversión.

d. La Superintendencia de Compañías podrá requerir información adicional, en los siguientes casos: (Título V; art. 8 CRCNV)

- a. Por denuncia;
- b. De oficio.

**Del Comité de Vigilancia y del Agente Pagador.-** Será atribución del Comité de Vigilancia comprobar que el agente de manejo cumpla en relación al respectivo patrimonio lo dispuesto en esta Ley, normas complementarias y su reglamento interno, pudiendo convocar a asamblea extraordinaria de tenedores cuando lo considere necesario.

Las compañías fiduciarias que actúen como agentes de manejo en procesos de titularización, designarán un agente pagador, el mismo que podrá ser la propia fiduciaria o una institución financiera sujeta al control de la Superintendencia de Bancos y Seguros. El agente pagador no podrá formar parte del Comité de Vigilancia.

El Comité de Vigilancia deberá informar a la asamblea de tenedores, sobre su labor y las conclusiones obtenidas. Sin perjuicio de ello, cuando en su labor detecte el incumplimiento de las normas que rigen al fideicomiso mercantil, deberá ponerlos en conocimiento de la Superintendencia de Compañías, de acuerdo a las normas que para el efecto dicte el Consejo Nacional de Valores.<sup>43</sup>

### **3.2 EFECTO FINANCIERO DE UNA TITULARIZACION DE CARTERA**

#### **3.2.1 COSTO FINANCIERO DE INSTRUMENTAR UNA TITULARIZACION DE CARTERA**

Los costos financieros en los que incurre una empresa que decide instrumentar una titularización de cartera son varios, ya que existen algunos participantes en el proceso.

Los supuestos tomados para valorar la titularización fueron los siguientes:

Monto de la Titularización \$7.000.000. Se financia el 42% del pasivo financiero con titularización.

Se emitirán dos series: \$5.000.000 serán colocados en el mes de junio y \$2.000.000 en el mes de septiembre del año 1.

El plazo de la emisión será de 3 años y la tasa de interés estimada del cupón será del 6,53%.

---

<sup>43</sup> Ley Mercado de Valores, art 152

Se estima una tasa de interés activa promedio pagada por el financiamiento bancario del 8,87%.

Los demás costos imputados al resto de participantes del proceso están en función de un porcentaje sobre el monto a emitir vigentes en el mercado de valores.

Para valorar el costo se realizó una proyección del flujo de caja con los pagos y costos que conlleva la titularización para poder estimar una TIR de costo.

Se adjunta ANEXO 14 en el cual se puede observar que el costo de la emisión expresado en términos de tasa es del 1,35%. El proceso de titularización tendría un costo total de \$157.800.

A continuación se adjunta detalle de costos y su periodicidad de pago.

#### PROCESO DE TITULARIZACION DE CARTERA

Monto referencial de la emisión	\$ 7.000.000,00		Saldo >>	7.000	4.667	2.333
Plazo referencial de la emisión (años)	3		1080 días. Amort semestral			
Tasa de interés estimada referencial	6,53%					

Detalle de Costos de Casa de Valores	% del Monto a Emitir	Valor	Periodicidad	% del Total	Primer Año	Segundo Año	Tercer Año
Estructurador Financiero	0,12%	25.000,00	50% al inicio. 30%-SIC. 20%-BVQ	16%	25.000	0	0
Comisión de Colocación - Casa de Valores	0,08%	17.500,00	Contra éxito - No se cobra IVA	11%	17.500	0	0
<b>Total</b>	<b>0,20%</b>	<b>42.500,00</b>					

Detalle de Costos de Bolsa de Valores	% del Monto a Emitir	Valor	Periodicidad	% del Total	Primer Año	Segundo Año	Tercer Año
Comisiones Colocación - Bolsa de Valores	0,03%	6.300,00	Al momento de la Colocación - sin IVA	4%	6.300	0	0
Inscripción Bolsa de Valores	0,01%	2.450,00	Pago anual del 0,0175% sobre saldo emisión	2%	1.225	817	408
<b>Total</b>	<b>0,04%</b>	<b>8.750,00</b>					

Detalle de Costos de Terceros	% del Monto a Emitir	Valor	Periodicidad	% del Total	Primer Año	Segundo Año	Tercer Año
Estructurador Legal	0,10%	20.000,00	50% al inicio. 30%-SIC. 20%-BVQ	13%	20.000	0	0
Desmaterialización de valores	0,02%	4.900,00	Una sola vez	3%	4.900	0	0
Agente de Manejo - Fiduciaria	0,17%	36.200,00	Condiciones dependen de Fiduciaria	23%	17.000	9.600	9.600
Agente Pagador	0,02%	3.600,00	Valor total a pagar en los 3 años	2%	1.200	1.200	1.200
Auditoría del Fideicomiso	0,01%	2.400,00	\$ 1,2 mil anual	2%	0	1.200	1.200
Otros costos del Fideicomiso	0,01%	2.400,00	\$450 /mes previos y \$600 gasto de Liquidación	2%	1.800	0	600
Calificadora de Riesgos	0,14%	29.000,00	\$ 11 mil primer año y luego \$ 9 mil por c/año	18%	11.000	9.000	9.000
Gastos Notariales	0,02%	4.200,00	Una sola vez	3%	4.200	0	0
Prospectos, títulos, publicaciones	0,01%	1.350,00	Una sola vez	1%	1.350	0	0
Registro Mercado de Valores - SIC	0,01%	2.500,00	Una sola vez	2%	2.500	0	0
<b>Subtotal</b>	<b>0,51%</b>	<b>106.550,00</b>					

<b>Total costos para la emisión</b>	<b>0,75%</b>	<b>157.800,00</b>	<b>100%</b>	<b>113.975</b>	<b>21.817</b>	<b>22.008</b>
-------------------------------------	--------------	-------------------	-------------	----------------	---------------	---------------

<b>Tasa de Interés Promedio - Anual Fijo</b>	<b>6,53%</b>
<b>Plazo - Promedio Ponderado</b>	<b>3,00</b>

<b>Costo en función de Monto y Plazo</b>	<b>0,75%</b>
<b>Costo en función de Flujo de Caja</b>	<b>1,35%</b>

Fuente: Elaboración Propia

En resumen, el costo promedio de titularizar cartera es del 6,53%(tasa de interés del cupón), los gastos de emisión y colocación expresados en término de tasa son del 1,35%, esto nos da un

costo total de la emisión del 7,88% si comparamos con la tasa de interés activa promedio del 8,87%, tenemos un margen de ahorro del 0,99%.

<b>Cuadro Resumen</b>	
Costo Promedio de la Emisión	6,53%
Gastos de emisión y colocación	1,35%
Costo Total de la Emisión	7,88%
Tasa de Interés Activa Promedio	8,87%
<b>Margen de Ahorro</b>	<b>0,99%</b>

Fuente: Elaboración Propia

Para obtener el costo real de este ahorro se elimina el efecto de la carga impositiva, por lo que el ahorro real sería del 0,63%.

<b>Costo Real de tasa sin carga impositiva</b>	
Costo Total de la Emisión	5,02%
Tasa de Interés Activa Promedio	5,65%
<b>Margen de Ahorro</b>	<b>0,63%</b>

Elaboración: Propia

La titularización de cartera nos ha permitido obtener un financiamiento más barato y un apalancamiento mayor en plazos que los ofrecidos por la banca tradicional.

### **3.2.2 EFECTO EN BALANCES, FLUJO DE EFECTIVO Y RATIOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA**

Para analizar el efecto de una Titularización de Cartera en los Estados Financieros de una empresa comercial se tomaron las siguientes consideraciones:

- Se sustituye el 42% del pasivo financiero por titularización de cartera.
- La Titularización se realiza por el valor de \$7.000.000,00 a 3 años plazo.
- La primera colocación se realiza en el mes de junio del año 1 por \$5.000.000,00 y la segunda colocación por \$2.000.000,00 en el mes de septiembre del mismo año.
- El capital será pagado semestralmente, mientras que el interés será trimestral.
- La tasa de interés del cupón será del 6,53% (tasa pasiva referencial + 2 puntos porcentuales).
- La tasa de interés activa promedio generada por la empresa debido a su pasivo financiero con bancos es del 8,87%.



- Se partió de un año base y se proyectaron dos balances: el status quo, que no contempla el efecto de una titularización de cartera y una proyección con el efecto de la misma.
- Se asume el siguiente movimiento contable: Al hacer la transferencia del activo “Cuentas por Cobrar Usuarios” al fideicomiso, esta es reemplazada por la cuenta denominada “Derechos Fiduciarios, misma que deberá tener igual valor que la cartera transferida. Los Derechos Fiduciarios representan el beneficio de la colocación en el mercado de valores para la empresa. Una vez colocados los títulos en el mercado, ingresa el dinero en la cuenta “Caja- Bancos” de la empresa y se da de baja la cuenta Derechos Fiduciarios.
- Los recursos obtenidos por la empresa son utilizados para sustituir pasivos.

Se adjunta ANEXO 15 con las proyecciones correspondientes al Año1.

El financiamiento a través de Titularización de Cartera nos permite tener una generación neta de caja de \$7.270.567,00, misma que \$7.000.000,00 provienen del flujo generado por titularización de cartera y \$270.567,00 corresponden al ahorro en gasto financiero.

Una mayor generación de utilidad, consecuencia de un menor gasto financiero, genera un mayor pago de impuestos y participaciones por \$98.081.

En el siguiente cuadro se realiza una comparación entre los Estados Financieros con efecto de titularización de cartera, y Status Quo correspondientes al AÑO 1.

CALCULAR		<b>ESTADO DE SITUACIÓN</b>				
Cuentas	DICPT:01	DICPST:01	DICPT:01 / DICPST:01		% Est.	
			\$ VAR.	% VAR.	DICPT:01	DICPST:01
<u>EFFECTIVO</u>	<u>1.007.860</u>	<u>1.007.860</u>	<u>0</u>	<u>0,0%</u>	<u>2,1%</u>	<u>1,9%</u>
<u>CUENTAS POR COBRAR</u>	<u>36.263.494</u>	<u>43.263.494</u>	<u>-7.000.000</u>	<u>-16,2%</u>	<u>76,7%</u>	<u>79,7%</u>
<u>INVENTARIOS</u>	<u>8.559.844</u>	<u>8.559.844</u>	<u>0</u>	<u>0,0%</u>	<u>18,1%</u>	<u>15,8%</u>
<u>PAGOS ANTICIPADOS</u>	<u>430.000</u>	<u>430.000</u>	<u>0</u>	<u>0,0%</u>	<u>0,9%</u>	<u>0,8%</u>
<u>ACTIVOS FIJOS</u>	<u>1.044.222</u>	<u>1.044.222</u>	<u>0</u>	<u>0,0%</u>	<u>2,2%</u>	<u>1,9%</u>
<u>OTROS ACTIVOS</u>	<u>0</u>	<u>0</u>	<u>0</u>	<u>0,0%</u>	<u>0,0%</u>	<u>0,0%</u>
<b>TOTAL DEL ACTIVO</b>	<b>47.305.421</b>	<b>54.305.421</b>	<b>-7.000.000</b>	<b>-12,9%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
<b>ACTIVO - EFFECTIVO</b>	<b>46.297.561</b>	<b>53.297.561</b>	<b>-7.000.000</b>	<b>-13,1%</b>		

Cuentas	DICPT:01	DICPST:01	DICPT:01 / DICPST:01		DICPT:01	DICPST:01
			\$ VAR.	% VAR.		
<u>PASIVO OPERACIONAL</u>	<u>17.647.106</u>	<u>17.549.025</u>	<u>98.081</u>	<u>0,6%</u>	<u>71,3%</u>	<u>55,0%</u>
Proveedores Nacionales	13.616.022	13.616.022	0	0,0%	77,2%	77,6%
Proveedores Exterior	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%
Otras Ctas. por Pagar	900.000	900.000	0	0,0%	5,1%	5,1%
Retención al Personal	38.000	38.000	0	0,0%	0,2%	0,2%
Impuestos por Pagar	1.728.187	1.670.691	57.495	3,4%	9,8%	9,5%
Varios Acreedores	145.000	145.000	0	0,0%	0,8%	0,8%
Participación de Empleados	1.219.897	1.179.311	40.585	3,4%	6,9%	6,7%
<u>FINANCIERO</u>	<u>6.521.665</u>	<u>13.792.232</u>	<u>-7.270.567</u>	<u>-52,7%</u>	<u>26,3%</u>	<u>43,2%</u>
Financiero Corto Plazo	6.521.665	13.792.232	-7.270.567	-52,7%	100,0%	100,0%
Financiero Largo Plazo	0	0	0	0,0%	0,0%	0,0%
<u>PASIVOS ESPECIALES</u>	<u>588.731</u>	<u>588.731</u>	<u>0</u>	<u>0,0%</u>	<u>2,4%</u>	<u>1,8%</u>
<b>TOTAL DEL PASIVO</b>	<b>24.757.501</b>	<b>31.929.988</b>	<b>-7.172.486</b>	<b>-22,5%</b>	<b>52,3%</b>	<b>58,8%</b>
<b>PASIVO-EFECT-DIF</b>	<b>23.160.910</b>	<b>30.333.397</b>	<b>-7.172.486</b>	<b>-23,6%</b>		
<u>PATRIMONIO</u>	<u>22.547.920</u>	<u>22.375.433</u>	<u>172.486</u>	<u>0,8%</u>	<u>47,7%</u>	<u>41,2%</u>
<u>RESULTADOS</u>	<u>8.132.644</u>	<u>7.862.077</u>	<u>270.567</u>	<u>3,4%</u>	<u>36,1%</u>	<u>35,1%</u>
<b>Rel. Endeudamiento</b>	<b>1,10</b>	<b>1,43</b>		<b>-0,33</b>		
<b>TOTAL PAS.+ PATR.</b>	<b>47.305.421</b>	<b>54.305.421</b>	<b>-7.000.000</b>	<b>-12,9%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Elaboración: Propia

\*Siglas DICPT:01: Balance a diciembre presupuestado con Titularización de Cartera Año 1.

\*Siglas DICPST:01: Balance a diciembre presupuestado sin Titularización de Cartera Año 1.

El balance general registra una disminución del activo Cuentas por Cobrar correspondiente a la titularización de cartera, cuyo flujo es destinado a sustituir pasivo financiero, esto permite mejorar la relación pasivo/patrimonio de 1,43 a 1,10.

El estado de resultados muestra una mejora en la utilidad originado por un menor gasto financiero.

<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>						
Cuentas	DICPT:01	DICPST:01	DICPT:01 / DICPST:01		% Est.	% Est.
			\$ VAR.	% VAR.	DICPT:01	DICPST:01
<b>VENTAS TOTALES</b>	97.537.481	97.537.481	0	0,0%		
<b>COSTO VENTAS MAY +MIN TOTAL</b>	76.738.920	76.738.920	0	0,0%		
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	20.798.561	20.798.561	0	0,0%	21,3%	21,3%
<b>INGRESO FINANCIERO</b>	1.981.236	1.981.236	0	0,0%	2,0%	2,0%
<b>UTILIDAD BRUTA TOTAL</b>	22.779.797	22.779.797	0	0,0%	23,4%	23,4%
<b>TOTAL DE GASTOS DIRECTOS</b>	9.424.637	9.424.637	0	0,0%	9,7%	9,7%
<b>GASTO FINANCIERO</b>	1.225.533	1.496.100	-270.567	-18,1%	1,3%	1,5%
<b>UTILIDAD DIRECTA</b>	12.129.627	11.859.060	270.567	2,3%	12,4%	12,2%
<b>Gastos de Matriz</b>	3.996.984	3.996.984	0	0,0%	4,1%	4,1%
<b>RESULTADO</b>	<b>8.132.644</b>	<b>7.862.077</b>	<b>270.567</b>	<b>3,4%</b>	<b>8,3%</b>	<b>8,1%</b>
15% Participación Empleados	1.219.897	1.179.311	40.585	3,4%	1,25%	1,21%
Impuesto a la Renta	1.728.187	1.670.691	57.495	3,4%	1,77%	1,71%
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>5.184.560</b>	<b>5.012.074</b>	<b>172.486</b>	<b>3,4%</b>	<b>5,3%</b>	<b>5,1%</b>

Elaboración: Propia

\*Siglas DICPT:01: Balance a diciembre presupuestado con Titularización de Cartera Año 1.

\*Siglas DICPST:01: Balance a diciembre presupuestado sin Titularización de Cartera Año 1.

El flujo de caja comparativo acumulado a diciembre del Año 1 entre los dos escenarios muestra que la generación neta de caja incremental fue de \$7.270.567 mismo que se utilizó para pagar pasivo financiero e impuestos generados por una mayor utilidad, por esta razón la variación de la caja es cero.

FLUJO DE CAJA ACUMULADO AÑO 1	TOTAL AÑO 1		
	con T	sin T	DIFERENCIA
<b>CAJA INICIAL</b>	<b>103.030</b>	<b>103.030</b>	<b>0</b>
<b>INGRESOS DE EFECTIVO</b>	<b>104.223.505</b>	<b>106.216.279</b>	<b>-1.992.773</b>
<b>INGRESOS POR ctas. RESULTADOS</b>	<b>99.518.717</b>	<b>99.518.717</b>	<b>0</b>
<b>INGRESOS OPERATIVOS</b>	<b>-4.698.916</b>	<b>-4.796.997</b>	<b>98.081</b>
INGRESOS PATRIMONIALES	0	0	0
<b>NUEVOS PASIVOS FINANCIEROS</b>	<b>9.403.705</b>	<b>11.494.559</b>	<b>-2.090.854</b>
			0
			0
<b>EGRESOS DE EFECTIVO</b>	<b>103.318.676</b>	<b>105.311.449</b>	<b>-1.992.773</b>
<b>EGRESOS POR ctas RESULTADOS</b>	<b>94.334.157</b>	<b>94.506.643</b>	<b>-172.486</b>
<b>EGRESOS OPERATIVOS</b>	<b>-11.147.245</b>	<b>-4.147.245</b>	<b>-7.000.000</b>
<b>EGRESOS POR INVERSION</b>	<b>-483.333</b>	<b>-483.333</b>	<b>0</b>
EGRESOS PATRIMONIALES	2.593.021	2.593.021	0
<b>PAGO DE PASIVOS FINANCIEROS</b>	<b>18.022.076</b>	<b>12.842.363</b>	<b>5.179.713</b>
			0
<b>CAJA FINAL</b>	<b>1.007.860</b>	<b>1.007.860</b>	<b>0</b>
			0
			0
<b>VARIACION DE CAJA</b>	<b>904.830</b>	<b>904.830</b>	<b>0</b>
			0
<b>GENERACION NETA DE CAJA</b>	<b>12.116.223</b>	<b>4.845.656</b>	<b>7.270.567</b>
MOV. PATRIMONIAL NETO	-2.593.021	-2.593.021	0
			0
<b>PASIVOS FINANCIEROS (NETO)</b>	<b>-8.618.372</b>	<b>-1.347.805</b>	<b>-7.270.567</b>

Elaboración: Propia

\*T: Titularización

Al analizar los efectos en el capital de trabajo del Año 1 con Titularización de Cartera vs. Sin Titularización de Cartera, hay una baja del capital del trabajo dado al efecto titularización. El capital empleado es menor dado a la baja de la deuda financiera.

<b>BALANCE GERENCIAL</b>				
	DICPT:01	DICPST:01	DICPT:01 / DICPST:01	
			\$ VAR.	% VAR.
EFFECTIVO Y EQUIVALENTES	1.007.860	1.007.860	0	0,0%
CUENTAS POR COBRAR COMERCIAL	34.265.278	41.265.278	-7.000.000	-17,0%
OTRAS CUENTAS POR COBRAR	1.998.216	1.998.216	0	0,0%
INVENTARIOS	8.559.844	8.559.844	0	0,0%
PAGOS ANTICIPADOS	430.000	430.000	0	0,0%
PASIVO OPERACIONAL	17.647.106	17.549.025	98.081	0,6%
<b>CAPITAL DE TRABAJO (Efect+Ctas Cobr+Invent+PagAntic-Ctas Pagar)</b>	<b>28.614.093</b>	<b>35.712.174</b>	<b>-7.098.081</b>	<b>-19,9%</b>
ACTIVO FIJO	1.044.222	1.044.222	0	0,0%
OTROS ACTIVOS	0	0	0	0,0%
<b>CAPITAL INVERTIDO (CapTrab + Act Fijo)</b>	<b>29.658.316</b>	<b>36.756.396</b>	<b>-7.098.081</b>	<b>-19,3%</b>
PAS FIN Corto Plazo	6.521.665	13.792.232	-7.270.567	-52,7%
PAS FIN Largo Plazo	0	0	0	0,0%
OTROS PASIVOS LP	588.731	588.731	0	0,0%
PATRIMONIO	22.547.920	22.375.433	172.486	0,8%
<b>CAPITAL EMPLEADO (Pas Fin + OtrPas +Patrim)</b>	<b>29.658.316</b>	<b>36.756.396</b>	<b>-7.098.081</b>	<b>-19,3%</b>

Elaboración: Propia

\*Siglas DICPT:01: Balance a diciembre presupuestado con Titularización de Cartera Año 1.

\*Siglas DICPST:01: Balance a diciembre presupuestado sin Titularización de Cartera Año 1.

Al analizar los principales indicadores financieros correspondientes al Año 1 tenemos:

<b>INDICADORES FINANCIEROS AÑO 1</b>			
	<b>DICPT:O1</b>	<b>DICPST:O1</b>	<b>DICPT:O1 / DICPST:O1 VAR.</b>
<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>			
VENTAS TOTALES	97.537.481	97.537.481	0
UTILIDAD NETA	5.184.560	5.012.074	172.486
UTILIDAD NETA / VENTAS	5,32%	5,14%	0,18%
ROA	10,96%	9,23%	1,7%
ROE INICIAL ( U. Neta / Pat. Inic. Neto)	25,979%	25,115%	0,9%
GASTO FINANCIERO / VENTAS	1,26%	1,53%	-0,28%
GENERACION DE CAJA	12.116.223	4.845.656	7.270.567
RELACION D/P	1,098	1,427	-0,33
DÍAS DE EFECTIVO	3,970	3,959	0
<b>ENDEUDAMIENTO</b>			
UTILIDAD OPERATIVA / GASTO POR INTERES	7,64	6,26	
<b>INDICADORES DE RIESGO</b>			
PASIVO TOTAL / EBITDA	2,59	3,35	-0,75
PASIVO FINANCIERO / EBITDA	0,68	1,45	-0,76
Flujo por Resultados (FFO) / Gasto Financiero	4,38	3,47	0,91
EBITDA /Gasto Financiero	7,79	6,38	1,41
% Flujo Neto Operacion (FCO) / Pasivo Total	48,9%	15,2%	33,8%

Elaboración: Propia

\*Siglas DICPT:O1: Balance a diciembre presupuestado con Titularización de Cartera Año 1.

\*Siglas DICPST:O1: Balance a diciembre presupuestado sin Titularización de Cartera Año 1.

Tanto el ROA como el ROE presentan una mejora por el incremento de la utilidad neta.

La relación de utilidad neta sobre ventas pasa de 5,14% a 5,32%.

El gasto financiero sobre ventas pasa de 1,53% a 1,26%

La cobertura de la deuda aumenta de 6.26 a 7.64 veces.

La relación pasivo financiero sobre EBITDA es de 0,68 veces.

El flujo neto de operación sobre el pasivo total pasa del 15,2% al 48,9%.

<b>ROE INICIAL (DESCOMPOSICION DUPONT )</b>			
	<b>DICPT:O1</b>	<b>DICPST:O1</b>	<b>DICPT:O1 / DICPST:O1 \$ VAR.</b>
<b>MARGEN NETO (Ut. Neta / Ventas)</b>	<b>5,32%</b>	<b>5,14%</b>	<b>0,18%</b>
Margen Bruto	23,35%	23,35%	0,00%
Gastos / Ventas	-13,76%	-13,76%	0,00%
Gasto Fin Neto / Ventas	-1,26%	-1,53%	0,28%
Otros Ing. Neto / Ventas	0,00%	0,00%	0,00%
Particip. Emp. / Ventas	-1,25%	-1,21%	-0,04%
Impuestos / Ventas	-1,77%	-1,71%	-0,06%
<b>ROTACION DE ACTIVOS (Vntas / Act)</b>	<b>2,06</b>	<b>1,80</b>	<b>0,27</b>
Ventas Anualizadas	97.537.481	97.537.481	0
Total Activos	47.305.421	54.305.421	-7.000.000
<b>APALANCAMIENTO (Act / Pat. Ini. Neto)</b>	<b>2,37</b>	<b>2,72</b>	<b>-0,35</b>
<b>ROE INICIAL (Ut. Neta / Pat. Inicial Neto)</b>	<b>26,0%</b>	<b>25,1%</b>	<b>0,9%</b>

Elaboración: Propia

\*Siglas DICPT:O1: Balance a diciembre presupuestado con Titularización de Cartera Año 1.

\*Siglas DICPST:O1: Balance a diciembre presupuestado sin Titularización de Cartera Año 1.

La descomposición Dupont demuestra que la mejora del ROE viene dado por un incremento en la rentabilidad y una mejor rotación de activos.

<b>ROIC (Retorno sobre el Cap. Invertido)</b>			
	<b>DICPT:O1</b>	<b>DICPST:O1</b>	<b>DICPT:O1 / DICPST:O1 \$ VAR.</b>
<b>NOPAT (Anualizado)</b>	<b>6.410.094</b>	<b>6.508.174</b>	<b>-98.081</b>
Resultado Anualizado	9.358.177	9.358.177	0
Trabajadores Anualizado	1.219.897	1.179.311	40.585
Impuesto Renta Anualizado	1.728.187	1.670.691	57.495
<b>CAPITAL INVERTIDO</b>	<b>29.658.316</b>	<b>36.756.396</b>	<b>-7.098.081</b>
<b>ROIC</b>	<b>21,61%</b>	<b>17,71%</b>	<b>3,9%</b>

Elaboración: Propia

\*Siglas DICPT:O1: Balance a diciembre presupuestado con Titularización de Cartera Año 1.

\*Siglas DICPST:O1: Balance a diciembre presupuestado sin Titularización de Cartera Año 1.

El ROIC registra una considerable mejora ocasionado por un capital invertido menor, efecto de la titularización de cartera.

A continuación se adjunta cuadro que resume las principales variables afectadas por la Titularización de Cartera:

RESUMEN	DICPT:O1	DICPST:O1	DICPT:O1 / DICPST:O1
			\$ VAR.
TOTAL PASIVO	24.757.501	31.929.988	-7.172.486,46
GASTO FINANCIERO	1.225.533	1.496.100	-270.566,99
PASIVOS SUSTITUIDOS POR EMISION	7.270.567	-	0,00
COSTO FINANCIAMIENTO	7,88%	8,87%	-0,99%
% DE DISMINUCION GASTO FINANCIERO	-18,1%		-18,1%

Elaboración: Propia

\*Siglas DICPT:O1: Balance a diciembre presupuestado con Titularización de Cartera Año 1.

\*Siglas DICPST:O1: Balance a diciembre presupuestado sin Titularización de Cartera Año 1.

### 3.2.3 VENTAJAS, DESVENTAJAS Y RIESGOS DE TITULARIZAR CARTERA

Un proceso de titularización de cartera trae consigo ventajas, desventajas y riesgos, mismos que se detallan a continuación:

#### VENTAJAS

- La empresa puede apalancarse a largo plazo y estructurar la emisión de acuerdo a su estructura cíclica de flujos.
- Costos financieros más bajos que los ofrecidos por la banca tradicional.
- Mejora la liquidez de la empresa, al convertir activos de menor liquidez en flujo de caja.
- Mejora la estructura del balance sin aumentar los pasivos por endeudamiento.
- Permite a la empresa ser más eficiente por una mayor rotación del activo.
- La calificación de riesgo se realiza a la cartera que formará parte del patrimonio autónomo y no a la empresa como tal. Se puede conseguir una calificación AAA con una adecuada colateralización.
- Se obtiene una deuda local (dólares blandos), que ayuda a mejorar el riesgo cambiario de la compañía.
- Es un título valor con garantía de un patrimonio independiente.
- La empresa que cotiza en la Bolsa de Valores gana una reputación de solidez y seriedad dentro de su mercado lo que le abre nuevas oportunidades de negocios y financiamiento.
- Puede ayudar a la empresa a estandarizar y organizar su sistema de información para sus accionistas y para terceros.

#### DESVENTAJAS

- El tiempo de estructuración y colocación de las obligaciones pueden tomar algunos meses.
- Inversionistas institucionales públicos (IESS, CFN) no están invirtiendo en emisiones de valores (obligaciones, papel comercial, titularizaciones) relacionadas con el sector de venta de



electrodomésticos ni en el sector automotriz. No invierten en emisores relacionados directamente al consumo ni a la importación por apoyo a la producción nacional.

-Acceso a la información financiera de las empresas, pues deben hacer público sus balances, lo que para muchos accionistas no es una decisión fácil de tomar, por lo que desisten del financiamiento a través del mercado de valores.

-Empresas que no cuentan con la información organizada.

-Existen órganos de control y supervisión durante el tiempo de vigencia de la emisión, tales como Bolsa de Valores, Superintendencia de Compañías, Calificadora de Riesgos, Comité de Vigilancia, lo cual puede tornarse en una ventaja ya que obliga a la empresa a contar con información clara, precisa y ordenada.

## **RIESGOS**

-Incumplimiento de las obligaciones contraídas por parte del emisor. Al ser un instrumento a largo plazo tiene implícito un riesgo de liquidez en momentos de crisis.

-En un mercado inestable de tasa de interés, el precio de los títulos puede disminuir afectando directamente la viabilidad del proyecto.

-Los deudores de la cartera aportada por el sujeto originador pueden en un momento dado verse afectados por cambios macroeconómicos que influyan en su capacidad de pago incrementándose el riesgo de cartera vencida, por lo que al momento de la estructuración se debe incluir una adecuada garantía que respalde los posibles riesgos de incobrabilidad.

## **CAPITULO IV**

### **ANALISIS FINANCIERO COMPARATIVO**

#### **4.1 MATRIZ DE VARIACION ENTRE LAS DOS ALTERNATIVAS DE LIQUIDEZ**

Una vez que se ha analizado en los capítulos 2 y 3 el efecto en los balances de implementar una emisión de obligaciones y una titularización de cartera, este capítulo presentará un análisis comparativo entre las dos alternativas.

##### **4.1.1 EFECTO EN BALANCES, FLUJO DE EFECTIVO Y RATIOS FINANCIEROS DE LA EMPRESA**

El análisis toma como referente el Año 1, compara el escenario con titularización de cartera DICPT:O1 (primera columna del balance) versus el escenario con emisión de obligaciones DICPEO:O1 (segunda columna del balance) y adicionalmente se compara con el escenario status quo DICPST:O1 (tercera columna del balances).

A continuación se adjunta los respectivos estados financieros:

ESTADO DE SITUACIÓN										
Cuentas	DICPT:01	DICPEO:01	DICPST:01	DICPT:01 / DICPEO:01		DICPT:01 / DICPST:01		% Est.	% Est.	% Est.
				\$ VAR.	% VAR.	\$ VAR.	% VAR.	DICPT:01	DICPEO:01	DICPST:01
EFFECTIVO	1.007.860	1.007.860	1.007.860	0	0,0%	0	0,0%	2,1%	1,9%	1,9%
Cuentas por Cobrar	36.263.494	43.263.494	43.263.494	-7.000.000	-16,2%	-7.000.000	-16,2%	76,7%	79,7%	79,7%
INVENTARIOS	8.559.844	8.559.844	8.559.844	0	0,0%	0	0,0%	18,1%	15,8%	15,8%
PAGOS ANTICIPADOS	430.000	430.000	430.000	0	0,0%	0	0,0%	0,9%	0,8%	0,8%
ACTIVOS FIJOS	1.044.222	1.044.222	1.044.222	0	0,0%	0	0,0%	2,2%	1,9%	1,9%
OTROS ACTIVOS	0	0	0	0	0,0%	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>TOTAL DEL ACTIVO</b>	<b>47.305.421</b>	<b>54.305.421</b>	<b>54.305.421</b>	<b>-7.000.000</b>	<b>-12,9%</b>	<b>-7.000.000</b>	<b>-12,9%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>
ACTIVO - EFFECTIVO	46.297.561	53.297.561	53.297.561	-7.000.000	-13,1%	-7.000.000	-13,1%			

Cuentas	DICPT:01	DICPEO:01	DICPST:01	DICPT:01 / DICPEO:01		DICPT:01 / DICPST:01		DICPT:01	DICPEO:01	DICPST:01
				\$ VAR.	% VAR.	\$ VAR.	% VAR.			
<b>PASIVO OPERACIONAL</b>	<b>17.647.106</b>	<b>17.564.837</b>	<b>17.549.025</b>	<b>82.268</b>	<b>0,5%</b>	<b>98.081</b>	<b>0,6%</b>	<b>71,3%</b>	<b>55,1%</b>	<b>55,0%</b>
Proveedores Nacionales	13.616.022	13.616.022	13.616.022	0	0,0%	0	0,0%	77,2%	77,5%	77,6%
Proveedores Exterior	0	0	0	0	0,0%	0	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Otras Ctas. por Pagar	900.000	900.000	900.000	0	0,0%	0	0,0%	5,1%	5,1%	5,1%
Retención al Personal	38.000	38.000	38.000	0	0,0%	0	0,0%	0,2%	0,2%	0,2%
Impuestos por Pagar	1.728.187	1.679.961	1.670.691	48.226	2,9%	57.495	3,4%	9,8%	9,6%	9,5%
Varios Acreedores	145.000	145.000	145.000	0	0,0%	0	0,0%	0,8%	0,8%	0,8%
Participación de Empleados	1.219.897	1.185.855	1.179.311	34.042	2,9%	40.585	3,4%	6,9%	6,8%	6,7%
<b>FINANCIERO</b>	<b>6.521.665</b>	<b>13.748.611</b>	<b>13.792.232</b>	<b>-7.226.947</b>	<b>-52,6%</b>	<b>-7.270.567</b>	<b>-52,7%</b>	<b>26,3%</b>	<b>43,1%</b>	<b>43,2%</b>
Financiero Corto Plazo	6.521.665	7.581.611	13.792.232	-1.059.947	-14,0%	-7.270.567	-52,7%	100,0%	55,1%	100,0%
Financiero Largo Plazo	0	6.167.000	0	-6.167.000	-100,0%	0	0,0%	0,0%	44,9%	0,0%
<b>PASIVOS ESPECIALES</b>	<b>588.731</b>	<b>588.731</b>	<b>588.731</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>2,4%</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,8%</b>
<b>TOTAL DEL PASIVO</b>	<b>24.757.501</b>	<b>31.902.180</b>	<b>31.929.988</b>	<b>-7.144.679</b>	<b>-22,4%</b>	<b>-7.144.679</b>	<b>-22,4%</b>	<b>52,3%</b>	<b>58,7%</b>	<b>58,8%</b>
<b>PASIVO-EFECT-DIF</b>	<b>23.160.910</b>	<b>30.305.589</b>	<b>30.333.397</b>	<b>-7.144.679</b>	<b>-23,6%</b>	<b>-7.144.679</b>	<b>-23,6%</b>			
<b>PATRIMONIO</b>	<b>22.547.920</b>	<b>22.403.241</b>	<b>22.375.433</b>	<b>144.679</b>	<b>0,6%</b>	<b>172.486</b>	<b>0,8%</b>	<b>47,7%</b>	<b>41,3%</b>	<b>41,2%</b>
<b>RESULTADOS</b>	<b>8.132.644</b>	<b>7.905.697</b>	<b>7.862.077</b>	<b>226.947</b>	<b>2,9%</b>	<b>270.567</b>	<b>3,4%</b>	<b>36,1%</b>	<b>35,3%</b>	<b>35,1%</b>
Rel. Endeudamiento	1,10	1,42	1,43		-0,33					
<b>TOTAL PAS.+ PATR.</b>	<b>47.305.421</b>	<b>54.305.421</b>	<b>54.305.421</b>	<b>-7.000.000</b>	<b>-12,9%</b>	<b>-7.000.000</b>	<b>-12,9%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Elaboración: Propia

\*Siglas DICPT:01: Balance a diciembre presupuestado con Titularización de Cartera Año 1.

\*Siglas DICPEO:01: Balance a diciembre presupuestado con Emisión de Obligaciones Año 1.

\*Siglas DICPST:01: Balance a diciembre presupuestado Status Quo Año 1.

El balance general demuestra que al realizar una titularización de cartera tiene una afección directa en el activo, ya que permite disminuir las cuentas por cobrar en \$7.000.000, lo que nos ayuda a mejorar la rotación del activo siendo más eficientes con el manejo de la inversión.

Esta generación de liquidez es destinada a sustituir pasivo financiero, lo que permite mejorar la relación pasivo/patrimonio de 1,43 en status quo a 1,10.

Mientras que la emisión de obligaciones permite un movimiento únicamente entre pasivos, al sustituir pasivo financiero a corto plazo por endeudamiento no tradicional a largo plazo, es decir no se ve afectado el total pasivo.

La relación pasivo/patrimonio disminuye ligeramente en un punto al pasar de 1,43 en status quo a 1,42 con emisión de obligaciones, que viene dado por una ligera mejora en la utilidad como se verá más adelante.

<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>										
CUENTAS	DICPT:01	DICPEO:01	DICPST:01	DICPT:01 / DICPEO:01		DICPT:01 / DICPST:01		% Est.	% Est.	% Est.
				\$ VAR.	% VAR.	\$ VAR.	% VAR.	DICPT:01	DICPEO:01	DICPST:01
<b>VENTAS TOTALES</b>	97.537.481	97.537.481	97.537.481	0	0,0%	0	0,0%			
<b>COSTO VENTAS MAY +MIN TOTAL</b>	76.738.920	76.738.920	76.738.920	0	0,0%	0	0,0%			
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	20.798.561	20.798.561	20.798.561	0	0,0%	0	0,0%	21,3%	21,3%	21,3%
<b>INGRESO FINANCIERO</b>	1.981.236	1.981.236	1.981.236	0	0,0%	0	0,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<b>UTILIDAD BRUTA TOTAL</b>	22.779.797	22.779.797	22.779.797	0	0,0%	0	0,0%	23,4%	23,4%	23,4%
<b>TOTAL DE GASTOS DIRECTOS</b>	9.424.637	9.424.637	9.424.637	0	0,0%	0	0,0%	9,7%	9,7%	9,7%
<b>GASTO FINANCIERO</b>	1.225.533	1.452.480	1.496.100	-226.947	-15,6%	-270.567	-18,1%	1,3%	1,5%	1,5%
<b>UTILIDAD DIRECTA</b>	12.129.627	11.902.680	11.859.060	226.947	1,9%	270.567	2,3%	12,4%	12,2%	12,2%
<b>Gastos de Matriz</b>	3.996.984	3.996.984	3.996.984	0	0,0%	0	0,0%	4,1%	4,1%	4,1%
<b>RESULTADO</b>	8.132.644	7.905.697	7.862.077	226.947	2,9%	270.567	3,4%	8,3%	8,1%	8,1%
15% Participación Empleados	1.219.897	1.185.855	1.179.311	34.042	2,9%	40.585	3,4%	1,25%	1,22%	1,21%
Impuesto a la Renta	1.728.187	1.679.961	1.670.691	48.226	2,9%	57.495	3,4%	1,77%	1,72%	1,71%
<b>UTILIDAD NETA</b>	5.184.560	5.039.882	5.012.074	144.679	2,9%	172.486	3,4%	5,3%	5,2%	5,1%

Elaboración: Propia

\*Siglas DICPT:O1: Balance a diciembre presupuestado con Titularización de Cartera Año 1.

\*Siglas DICPEO:O1: Balance a diciembre presupuestado con Emisión de Obligaciones Año 1.

\*Siglas DICPST:O1: Balance a diciembre presupuestado Status Quo Año 1.

En cuanto al estado de resultados se puede observar que la titularización de cartera permite mejorar el resultado en \$144.679 versus el escenario con emisión de obligaciones y en \$172.486 frente al escenario status quo, que en términos de crecimiento representa un 2,9% y un 3,4% más en utilidad.

En los dos casos la mejora proviene de la generación de un menor gasto financiero.

A continuación se adjunta flujo de caja acumulado correspondiente al Año 1 con la afección de las dos alternativas de liquidez.

FLUJO DE CAJA ACUMULADO AÑO 1	TOTAL AÑO 1				
	Titularización	Emisión de Obligaciones	status quo	Titularización vs status quo	Emisión Obligaciones vs status quo
<b>CAJA INICIAL</b>	<b>103.030</b>	<b>103.030</b>	<b>103.030</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>INGRESOS DE EFECTIVO</b>	<b>104.223.505</b>	<b>106.217.444</b>	<b>106.216.279</b>	<b>-1.992.773</b>	<b>1.165</b>
<b>INGRESOS POR ctas. RESULTADOS</b>	<b>99.518.717</b>	<b>99.518.717</b>	<b>99.518.717</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>INGRESOS OPERATIVOS</b>	<b>-4.698.916</b>	<b>-4.781.185</b>	<b>-4.796.997</b>	<b>98.081</b>	<b>15.812</b>
INGRESOS PATRIMONIALES	0	0	0	0	0
<b>NUEVOS PASIVOS FINANCIEROS</b>	<b>9.403.705</b>	<b>11.479.911</b>	<b>11.494.559</b>	<b>-2.090.854</b>	<b>-14.647</b>
				0	0
				0	0
<b>EGRESOS DE EFECTIVO</b>	<b>103.318.676</b>	<b>105.312.614</b>	<b>105.311.449</b>	<b>-1.992.773</b>	<b>1.165</b>
<b>EGRESOS POR ctas. RESULTADOS</b>	<b>94.334.157</b>	<b>94.478.835</b>	<b>94.506.643</b>	<b>-172.486</b>	<b>-27.808</b>
<b>EGRESOS OPERATIVOS</b>	<b>-11.147.245</b>	<b>-4.147.245</b>	<b>-4.147.245</b>	<b>-7.000.000</b>	<b>0</b>
<b>EGRESOS POR INVERSION</b>	<b>-483.333</b>	<b>-483.333</b>	<b>-483.333</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>EGRESOS PATRIMONIALES</b>	<b>2.593.021</b>	<b>2.593.021</b>	<b>2.593.021</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>PAGO DE PASIVOS FINANCIEROS</b>	<b>18.022.076</b>	<b>12.871.336</b>	<b>12.842.363</b>	<b>5.179.713</b>	<b>28.973</b>
<b>CAJA FINAL</b>	<b>1.007.860</b>	<b>1.007.860</b>	<b>1.007.860</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>VARIACION DE CAJA</b>	<b>904.830</b>	<b>904.830</b>	<b>904.830</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>GENERACION NETA DE CAJA</b>	<b>12.116.223</b>	<b>4.889.276</b>	<b>4.845.656</b>	<b>7.270.567</b>	<b>43.620</b>
<b>MOV. PATRIMONIAL NETO</b>	<b>-2.593.021</b>	<b>-2.593.021</b>	<b>-2.593.021</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>PASIVOS FINANCIEROS (NETO)</b>	<b>-8.618.372</b>	<b>-1.391.425</b>	<b>-1.347.805</b>	<b>-7.270.567</b>	<b>-43.620</b>

Elaboración: Propia

La principal diferencia se puede observar en la generación neta de caja, ya que con titularización de cartera generamos flujo por \$7.270.567, \$7.000.000 proviene del flujo de titularización y \$ 270.567 corresponden a una baja del gasto financiero, mientras que con emisión de obligaciones se genera \$43.620 debido a una mejora en resultados por una pequeña baja en el gasto financiero.

La titularización de cartera me permite pagar pasivos financieros por \$5.179.713, mientras que la emisión de obligaciones me permite pagar \$ 28.973, esto se explica ya que la baja del gasto financiero con titularización tiene un mayor impacto que con emisión de obligaciones.

Es por esto que el rubro egresos por resultados, muestra una baja más significativa en el escenario con titularización de cartera dada a la generación de una mayor utilidad que el escenario con emisión de obligaciones.

En ambos casos la variación de caja es cero ya que esa liquidez se utilizó para pagar pasivo financiero e impuestos generados por una mayor utilidad.

La generación de flujo de caja se relaciona directamente con el capital de trabajo, ya que de este flujo depende que la empresa siga generando recursos para operar.

<b>BALANCE GERENCIAL</b>				
	DICPT:01	DICPEO:01	DICPT:01 / DICPEO:01	
			\$ VAR.	% VAR.
EFFECTIVO Y EQUIVALENTES	1.007.860	1.007.860	0	0,0%
CUENTAS POR COBRAR COMERCIAL	34.265.278	41.265.278	-7.000.000	-17,0%
OTRAS CUENTAS POR COBRAR	1.998.216	1.998.216	0	0,0%
INVENTARIOS	8.559.844	8.559.844	0	0,0%
PAGOS ANTICIPADOS	430.000	430.000	0	0,0%
PASIVO OPERACIONAL	17.647.106	17.564.837	82.268	0,5%
<b>CAPITAL DE TRABAJO (Efect+Ctas Cobr+Invent+PagAntic-Ctas Pagar)</b>	<b>28.614.093</b>	<b>35.696.361</b>	<b>-7.082.268</b>	<b>-19,8%</b>
ACTIVO FIJO	1.044.222	1.044.222	0	0,0%
OTROS ACTIVOS	0	0	0	0,0%
<b>CAPITAL INVERTIDO (CapTrab + Act Fijo)</b>	<b>29.658.316</b>	<b>36.740.584</b>	<b>-7.082.268</b>	<b>-19,3%</b>
PAS FIN Corto Plazo	6.521.665	7.581.611	-1.059.947	-14,0%
PAS FIN Largo Plazo	0	6.167.000	-6.167.000	-100,0%
OTROS PASIVOS LP	588.731	588.731	0	0,0%
PATRIMONIO	22.547.920	22.403.241	144.679	0,6%
<b>CAPITAL EMPLEADO (Pas Fin + OtrPas +Patrim)</b>	<b>29.658.316</b>	<b>36.740.584</b>	<b>-7.082.268</b>	<b>-19,3%</b>

Elaboración: Propia

\*Siglas DICPT:01: Balance a diciembre presupuestado con Titularización de Cartera Año 1.

\*Siglas DICPEO:01: Balance a diciembre presupuestado con Emisión de Obligaciones Año 1.

Al analizar los efectos en el capital de trabajo del Año 1 con Titularización de Cartera vs. Emisión de Obligaciones, el capital del trabajo baja como consecuencia del efecto titularización. El capital empleado es menor dado a la baja de la deuda financiera.

En lo que respecta a los principales indicadores financieros se tiene:

<b>INDICADORES FINANCIEROS AÑO 1</b>				
<b>CUENTA</b>	<b>DICPT:01</b>	<b>DICPEO:01</b>	<b>DICPST:01</b>	<b>DICPT:01 / DICPEO:01 VAR.</b>
<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>				
VENTAS TOTALES	97.537.481	97.537.481	97.537.481	0,0%
UTILIDAD NETA	5.184.560	5.039.882	5.012.074	144.679
UTILIDAD NETA / VENTAS	5,3%	5,2%	5,1%	0,1%
ROA	11,0%	9,3%	9,2%	1,7%
ROE INICIAL ( U. Neta / Pat. Inic. Neto)	26,0%	25,3%	25,1%	0,7%
GASTO FINANCIERO / VENTAS	1,26%	1,49%	1,53%	-0,2%
GENERACION DE CAJA	12.116.223	4.889.276	4.845.656	7.226.947
RELACION D/P	1,10	1,42	1,43	(0,33)
<b>ENDEUDAMIENTO</b>				
UTILIDAD OPERATIVA/GASTO POR INTERES	7,64	6,44	6,26	
<b>INDICADORES DE RIESGO</b>				
PASIVO TOTAL / EBITDA	2,59	3,34	3,35	-0,75
PASIVO FINANCIERO / EBITDA	0,68	1,44	1,45	-0,76
Flujo por Resultados (FFO) / Gasto Financiero	4,38	3,60	3,47	0,78
EBITDA /Gasto Financiero	7,79	6,57	6,38	1,22
% Flujo Neto Operacion (FCO) / Pasivo Total	48,9%	15,3%	15,2%	33,6%

Elaboración: Propia

\*Siglas DICPT:01: Balance a diciembre presupuestado con Titularización de Cartera Año 1.

\*Siglas DICPEO:01: Balance a diciembre presupuestado con Emisión de Obligaciones Año 1.

\*Siglas DICPST:01: Balance a diciembre presupuestado Status Quo Año 1.

Para comprender el comportamiento de los ratios financieros, se ha realizado una comparación entre el escenario titularización de cartera versus escenario emisión de obligaciones.

Se puede observar que la utilidad neta sobre ventas mejora en el escenario de titularización de cartera, siendo de 5,32% mientras que en el escenario de emisión de obligaciones representa el 5,17%.

Tanto el ROA como el ROE mejoran en 1,7% y 0,7% respectivamente en el escenario con titularización.

La relación gasto financiero sobre ventas refleja una considerable baja en el escenario con titularización de cartera, siendo del 1,26% versus el 1,49% registrado en el escenario con emisión de obligaciones.

La mayor diferencia entre estas dos alternativas de liquidez es en la generación de caja, ya que la titularización de cartera me permite generar flujo por \$7.226.947.

La relación de endeudamiento mejora sustancialmente, siendo de 1,10.

En cuanto a los indicadores de riesgo, todos ellos registran una mejora con implementación de titularización de cartera, destacándose principalmente el pasivo total / EBITDA con 2,59 veces, frente a 3,34 veces en el escenario con emisión de obligaciones.

La cobertura de la deuda es de 7,79 veces.

El flujo neto de operación / pasivo total es de 48,9% en el escenario con titularización frente al 15,3% en el escenario con emisión de obligaciones.

Para comprender la mejora en el ROE a continuación se adjunta el análisis Dupont

<b>ROE INICIAL (DESCOMPOSICION DUPONT )</b>				
	<b>DICPT:01</b>	<b>DICPEO:01</b>	<b>DICPST:01</b>	<b>DICPT:01 / DICPEO:01 \$ VAR.</b>
<b>MARGEN NETO (Ut. Neta / Ventas)</b>	5.32%	5.17%	5.14%	0.15%
Margen Bruto	23.35%	23.35%	23.35%	0.00%
Gastos / Ventas	-13.76%	-13.76%	-13.76%	0.00%
Gasto Fin Neto / Ventas	-1.26%	-1.49%	-1.53%	0.23%
Otros Ing. Neto / Ventas	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Particip. Emp. / Ventas	-1.25%	-1.22%	-1.21%	-0.03%
Impuestos / Ventas	-1.77%	-1.72%	-1.71%	-0.05%
<b>ROTACION DE ACTIVOS (Vntas / Act)</b>	2.06	1.80	1.80	0.27
Ventas Anualizadas	97,537,481	97,537,481	97,537,481	0
Total Activos	47,305,421	54,305,421	54,305,421	-7,000,000
<b>APALANCAMIENTO (Act / Pat. Ini. Neto)</b>	2.37	2.72	2.72	-0.35
<b>ROE INICIAL (Ut. Neta / Pat. Inicial Neto)</b>	<b>26.0%</b>	<b>25.3%</b>	<b>25.1%</b>	<b>0.7%</b>

Fuente: Propia

\*Siglas DICPT:01: Balance a diciembre presupuestado con Titularización de Cartera Año 1.

\*Siglas DICPEO:01: Balance a diciembre presupuestado con Emisión de Obligaciones Año 1.

\*Siglas DICPST:01: Balance a diciembre presupuestado Status Quo Año 1.

Vemos que el escenario con titularización de cartera registra un mejor ROE, ocasionado por un incremento del margen neto, proveniente principalmente de un menor gasto financiero, esto ayuda a mejorar la relación gasto financiero sobre ventas.

Hay una mejora en la rotación de activos que pasa a ser de 2,06 veces, es decir estamos siendo más eficientes con el manejo de la inversión.



En cuanto al ROIC, el indicador mejora en el escenario con titularización, siendo de 21,61% frente al 17,67% registrado en el escenario con emisión de obligaciones.

Esta mejora se debe a un menor capital invertido, producto del flujo de \$7.000.000 generado por titularización.

Se adjunta cuadro respectivo.

<b>ROIC (Retorno sobre el Cap. Invertido)</b>				
	<b>DICPT:O1</b>	<b>DICPEO:O1</b>	<b>DICPST:O1</b>	<b>DICPT:O1 / DICPEO:O1 \$ VAR.</b>
<b>NOPAT (Anualizado)</b>	6,410,094	6,492,362	6,508,174	-82,268
Resultado Anualizado	9,358,177	9,358,177	9,358,177	0
Trabajadores Anualizado	1,219,897	1,185,855	1,179,311	34,042
Impuesto Renta Anualizado	1,728,187	1,679,961	1,670,691	48,226
<b>CAPITAL INVERTIDO</b>	<b>29,658,316</b>	<b>36,740,584</b>	<b>36,756,396</b>	<b>-7,082,268</b>
<b>ROIC</b>	<b>21.61%</b>	<b>17.67%</b>	<b>17.71%</b>	<b>3.9%</b>

Elaboración: Propia

\*Siglas DICPT:O1: Balance a diciembre presupuestado con Titularización de Cartera Año 1.

\*Siglas DICPEO:O1: Balance a diciembre presupuestado con Emisión de Obligaciones Año 1.

\*Siglas DICPST:O1: Balance a diciembre presupuestado Status Quo Año 1.

A continuación se muestra cuadro resumen en el que se puede observar que el escenario con titularización de cartera ayuda a mejorar los balances de la empresa, el pasivo financiero baja en \$7.144.678, el gasto financiero disminuye en \$226.946, es decir es un 15,6% menor, todo esto comparado versus el escenario con emisión de obligaciones.

<b>RESUMEN</b>	<b>DICPT:O1</b>	<b>DICPEO:O1</b>	<b>DICPST:O1</b>	<b>DICPT:O1 / DICPEO:O1 \$ VAR.</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	24,757,501	31,902,180	31,929,988	-7,144,678.61
<b>GASTO FINANCIERO</b>	1,225,533	1,452,480	1,496,100	-226,946.84
<b>PASIVOS SUSTITUIDOS POR EMISION</b>	7,270,567	6,167,000	-	1,103,566.99
<b>COSTO FINANCIAMIENTO</b>	7.88%	7.44%	8.87%	0.44%
<b>% DE DISMINUCION GASTO FINANCIERO</b>				-15.6%

Elaboración: Propia

\*Siglas DICPT:O1: Balance a diciembre presupuestado con Titularización de Cartera Año 1.

\*Siglas DICPEO:O1: Balance a diciembre presupuestado con Emisión de Obligaciones Año 1.

\*Siglas DICPST:O1: Balance a diciembre presupuestado Status Quo Año 1.

#### **4.1.2 ANALISIS DE RIESGO**

Para analizar el riesgo de las alternativas de liquidez presentadas, se enfocó el estudio desde dos puntos de vista: riesgo financiero y riesgo legal.

##### **4.1.2.1 RIESGO FINANCIERO**

Para analizar el riesgo financiero se partió de la proyección status quo vista en los capítulos 2 y 3 y se realizó la proyección de dos escenarios adicionales. Los supuestos tomados en consideración fueron los siguientes:

##### **Proyección mes pico**

- Se considera una restricción de la línea de crédito en un mes pico. Para las empresas comercializadoras de electrodomésticos se contempla como mes pico al mes de mayo por celebrarse el día de las madres y al mes de diciembre por celebrarse la navidad, para el caso se tomó el mes de mayo.
- En las proyecciones con Titularización de Cartera y Emisión de Obligaciones se asumió que el 42% del pasivo financiero, es decir \$7.000.000 se sustituyen por estas alternativas de liquidez, en este escenario se considera que no se tiene estas opciones y que el banco no puede otorgar el préstamo, por lo que se reduce la línea de crédito por este valor en el mes de mayo.
- La línea de crédito por \$7.000.000 es otorgada nuevamente en el siguiente mes.

Se adjunta ANEXO 16 con la respectiva proyección.

A continuación se presentan los estados financiero al mes de mayo, se realiza una comparación entre el escenario con restricción de línea de crédito versus el escenario status quo (condiciones normales).

CALCULAR		<b>ESTADO DE SITUACIÓN</b>				
Cuentas	MAYRP1:01	MAYP:01	MAYRP1:01 / MAYP:01		% Est.	% Est.
			\$ VAR.	% VAR.	MAYRP1:01	MAYP:01
<b>EFFECTIVO</b>	<b>1,807,860</b>	<b>1,807,860</b>	<b>0</b>	<b>0.0%</b>	<b>4.7%</b>	<b>3.4%</b>
Caja y Bancos	1,800,000	1,800,000	0	0.0%	99.6%	99.6%
Acciones de Otras Compañías	7,860	7,860	0	0.0%	0.4%	0.4%
<b>Cuentas por Cobrar</b>	<b>32,300,648</b>	<b>39,389,104</b>	<b>-7,088,456</b>	<b>-18.0%</b>	<b>83.3%</b>	<b>74.5%</b>
Clientes Usuarios	14,345,198	16,943,379	-2,598,181	-15.3%	44.4%	43.0%
Provisión Incob. Usuarios	-476,368	-494,387	18,019	-3.6%	-1.5%	-1.3%
Provisión Incob. Usuarios (marcas)	0	0	0	0.0%	0.0%	0.0%
Clientes Mayoreo	16,841,123	21,363,223	-4,522,100	-21.2%	52.1%	54.2%
Provisión Incob. Mayoreo	-1,109,450	-1,123,256	13,806	-1.2%	-3.4%	-2.9%
Provisión Incob. Mayoreo (marcas)	0	0	0	0.0%	0.0%	0.0%
Cartera Titularizada	0	0	0	0.0%	0.0%	0.0%
Tarjetas de Crédito	701,928	701,928	0	0.0%	2.2%	1.8%
Empleados	150,000	150,000	0	0.0%	0.5%	0.4%
Varios Deudores	1,848,216	1,848,216	0	0.0%	5.7%	4.7%
<b>INVENTARIOS</b>	<b>3,120,352</b>	<b>10,120,352</b>	<b>-7,000,000</b>	<b>-69.2%</b>	<b>8.0%</b>	<b>19.1%</b>
Mercaderías	3,120,352	10,120,352	-7,000,000	-69.2%	100.0%	100.0%
Mercadería en Tránsito	0	0	0	0.0%	0.0%	0.0%
Anticipo a Proveedores	0	0	0	0.0%	0.0%	0.0%
<b>PAGOS ANTICIPADOS</b>	<b>430,000</b>	<b>430,000</b>	<b>0</b>	<b>0.0%</b>	<b>1.1%</b>	<b>0.8%</b>
Pagos Anticipados	430,000	430,000	0	0.0%	100.0%	100.0%
<b>ACTIVOS FIJOS</b>	<b>1,122,000</b>	<b>1,122,000</b>	<b>0</b>	<b>0.0%</b>	<b>2.9%</b>	<b>2.1%</b>
Propiedades y Terrenos	741,931	741,931	0	0.0%	66.1%	66.1%
Revalorizaciones	380,069	380,069	0	0.0%	33.9%	33.9%
<b>OTROS ACTIVOS</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>
Otros Activos	0	0	0	0.0%	0.0%	0.0%
<b>TOTAL DEL ACTIVO</b>	<b>38,780,860</b>	<b>52,869,316</b>	<b>-14,088,456</b>	<b>-26.6%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>
<b>ACTIVO - EFECTIVO</b>	<b>36,973,000</b>	<b>51,061,456</b>	<b>-14,088,456</b>	<b>-27.6%</b>		

Elaboración: Propia

\*Siglas MAYRP:01: Balance proyectado a mayo con restricción de línea de crédito.

\*Siglas MAYP:01: Balance status quo al mes de mayo.

Cuentas	MAYRP:O1	MAYP:O1	MAYRP:O1 / MAYP:O1		MAYRP:O1	MAYP:O1
			\$ VAR.	% VAR.		
<b>PASIVO OPERACIONAL</b>	<b>6.382.371</b>	<b>13.898.933</b>	<b>-7.516.562</b>	<b>-54.1%</b>	<b>30.8%</b>	<b>41.0%</b>
Proveedores Nacionales	4,870,374	11,870,374	-7,000,000	-59.0%	76.3%	85.4%
Proveedores Exterior	0	0	0	0.0%	0.0%	0.0%
Otras Ctas. por Pagar	900,000	900,000	0	0.0%	14.1%	6.5%
Retencion al Personal	55,000	55,000	0	0.0%	0.9%	0.4%
Impuestos por Pagar	241,516	544,328	-302,812	-55.6%	3.8%	3.9%
Varios Acreedores	145,000	145,000	0	0.0%	2.3%	1.0%
Participación de Empleados	170,482	384,232	-213,750	-55.6%	2.7%	2.8%
<b>FINANCIERO</b>	<b>13.721.850</b>	<b>19.385.307</b>	<b>-5.663.457</b>	<b>-29.2%</b>	<b>66.3%</b>	<b>57.2%</b>
Financiero Corto Plazo	13,721,850	19,385,307	-5,663,457	-29.2%	100.0%	100.0%
Financiero Largo Plazo	0	0	0	0.0%	0.0%	0.0%
<b>PASIVOS ESPECIALES</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>0</b>	<b>0.0%</b>	<b>2.8%</b>	<b>1.7%</b>
<b>TOTAL DEL PASIVO</b>	<b>20,692,953</b>	<b>33,872,972</b>	<b>-13,180,019</b>	<b>-38.9%</b>	<b>53.4%</b>	<b>64.1%</b>
<b>PASIVO-EFECT-DIF</b>	<b>18,296,362</b>	<b>31,476,381</b>	<b>-13,180,019</b>	<b>-41.9%</b>		
<b>PATRIMONIO</b>	<b>18.087.907</b>	<b>18.996.344</b>	<b>-908.437</b>	<b>-4.8%</b>	<b>46.6%</b>	<b>35.9%</b>
<b>RESULTADOS</b>	<b>1.136.546</b>	<b>2.561.545</b>	<b>-1.424.999</b>	<b>-55.6%</b>	<b>6.3%</b>	<b>13.5%</b>
<b>Rel. Endeudamiento</b>	<b>1.14</b>	<b>1.78</b>	<b>-0.64</b>			
<b>TOTAL PAS.+ PATR.</b>	<b>38,780,860</b>	<b>52,869,316</b>	<b>-14,088,456</b>	<b>-26.6%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>

Elaboración: Propia

\*Siglas MAYRP:O1: Balance proyectado a mayo con restricción de línea de crédito.

\*Siglas MAYP:O1: Balance status quo al mes de mayo.

Se asume que la empresa al no disponer de una línea de crédito por \$7.000.000, la misma se ve imposibilitada para comprar inventarios por el mismo valor, por lo que la primera afección es una baja en inventarios, este efecto también se ve reflejado en la cuenta proveedores.

La caída de los inventarios afecta directamente al costo de ventas, lo que se traduce en una pérdida de ventas al no contar con el inventario necesario para abastecer las ventas del mes de mayo. Al caer las ventas ocasiona una baja en el activo cuentas por cobrar.

A continuación se adjunta estado de resultados con las afecciones:

<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>						
Cuentas	MAYRP:O1	MAYP:O1	MAYRP:O1 / MAYP:O1		% Est.	% Est.
			\$ VAR.	% VAR.	MAYRP:O1	MAYP:O1
<b>VENTAS TOTALES</b>	27,325,626	35,644,971	-8,319,345	-23.3%		
<b>COSTO VENTAS MAY +MIN TOTAL</b>	21,506,479	28,006,479	-6,500,000	-23.2%		
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	5,819,148	7,638,493	-1,819,345	-23.8%	21.3%	21.4%
<b>INGRESO FINANCIERO</b>	956,249	956,249	0	0.0%	3.5%	2.7%
<b>UTILIDAD BRUTA TOTAL</b>	6,775,397	8,594,742	-1,819,345	-21.2%	24.8%	24.1%
<b>TOTAL DE GASTOS DIRECTOS</b>	3,379,955	3,724,089	-344,134	-9.2%	12.4%	10.4%
<b>GASTO FINANCIERO</b>	679,240	715,064	-35,824	-5.0%	2.5%	2.0%
<b>UTILIDAD DIRECTA</b>	2,716,201	4,155,588	-1,439,387	-34.6%	9.9%	11.7%
<b>Gastos de Matriz</b>	1,579,656	1,594,044	-14,388	-0.9%	5.8%	4.5%
<b>RESULTADO</b>	<b>1,136,546</b>	<b>2,561,545</b>	<b>-1,424,999</b>	<b>-55.6%</b>	<b>4.2%</b>	<b>7.2%</b>
15% Participación Empleados	170,482	384,232	-213,750	-55.6%	0.62%	1.08%
Impuesto a la Renta	241,516	544,328	-302,812	-55.6%	0.88%	1.53%
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>724,548</b>	<b>1,632,985</b>	<b>-908,437</b>	<b>-55.6%</b>	<b>2.7%</b>	<b>4.6%</b>

Elaboración: Propia

\*Siglas MAYRP:O1: Balance proyectado a mayo con restricción de línea de crédito.

\*Siglas MAYP:O1: Balance status quo al mes de mayo.

Al considerar la venta de todo el inventario disponible para el mes de mayo en el escenario con restricción de línea de crédito, se puede observar que la disminución del costo de ventas es de \$6.500.000 frente al escenario status quo, lo que lleva a una pérdida de ventas de \$8.319.345.

Los gastos directos disminuyen en \$344.134 efecto de una baja de los gastos variables, pero si vemos la relación sobre las ventas pasa de 10.4% en el escenario status quo al 12.4% en el escenario con restricción de línea de crédito, debido a una menor dilución de gastos fijos. Los gastos financieros se reducen en \$35.824.

La afcción a la línea final de utilidad neta es de menos \$908.437 frente a lo proyectado a ganar en el escenario status quo.

Como se puede observar al no contar con los recursos financieros necesarios para hacer frente a la demanda de un mes pico como mayo, puede traer pérdidas económicas importantes a una empresa comercializadora de electrodomésticos, misma que tendrá que hacer grandes esfuerzos para recuperar esa pérdida en los siguientes meses.

Se analizaron los ratio más importantes, mismos que se detallan a continuación:

<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>			
			<b>MAYRP1:O1 / MAYP:O1</b>
<b>RENTABILIDAD</b>	<b>MAYRP1:O1</b>	<b>MAYP:O1</b>	<b>VAR.</b>
VENTAS TOTALES	27,325,626	35,644,971	-8,319,345
UTILIDAD NETA	724,548	1,632,985	-908,437
UTILIDAD NETA / VENTAS	2.65%	4.58%	-1.9%
EBIT	1,815,786	3,276,609	-1,460,823
EBITDA	1,888,007	3,348,829	-1,460,823
EBITDA / VENTAS	6.9%	9.4%	-2.5%
ROA	4.48%	7.41%	-2.9%
ROE INICIAL ( U. Neta / Pat. Inic. Neto)	8.71%	19.64%	-10.9%

Elaboración: Propia

\*Siglas MAYRP:O1: Balance proyectado a mayo con restricción de línea de crédito.

\*Siglas MAYP:O1: Balance status quo al mes de mayo.

El porcentaje de participación de utilidad sobre la venta pasa de 4.58% en el escenario status quo a 2.68% en el escenario con restricción de línea de crédito.

Hay una disminución del EBITDA en \$1,460,823 cuya participación sobre la venta es de 6,9% frente al 9,4% que se tenía en el escenario status quo.

El ROA disminuye en 2.9%, pasando de 7.41% a 4.48%.

<b>ROE (DESCOMPOSICION DUPONT )</b>			
			<b>MAYRP1:O1 / MAYP:O1</b>
	<b>MAYRP1:O1</b>	<b>MAYP:O1</b>	<b>\$ VAR.</b>
<b>MARGEN NETO (Ut. Neta / Ventas)</b>	2.65%	4.58%	-1.93%
<b>ROTACION DE ACTIVOS (Vntas / Act)</b>	1.69	1.62	0.07
<b>APALANCAMIENTO (Act / Patrimonio)</b>	1.94	2.65	-0.71
<b>ROE INICIAL (Ut. Neta / Patrimonio)</b>	<b>8.7%</b>	<b>19.6%</b>	<b>-10.9%</b>

Elaboración: Propia

\*Siglas MAYRP:O1: Balance proyectado a mayo con restricción de línea de crédito.

\*Siglas MAYP:O1: Balance status quo al mes de mayo.

La descomposición Dupont muestra un deterioro del ROE, que viene dado principalmente por la baja en la utilidad neta, la relación utilidad neta / ventas pasa de 4,58% en escenario status quo a 2.65% en el escenario con restricción de línea de crédito.

El apalancamiento también se ve afectado, especialmente por el lado del patrimonio al darse una generación de resultados menores.

INDICADORES DE RIESGO			
RELACION D/P	1.14	1.78	-0.64
PASIVO TOTAL / EBITDA	10.96	10.11	0.85
PASIVO FINANCIERO / EBITDA	7.27	5.79	1.48
EBITDA /Gasto Financiero	2.78	4.68	-1.90

Elaboración: Propia

\*Siglas MAYRP:O1: Balance proyectado a mayo con restricción de línea de crédito.

\*Siglas MAYP:O1: Balance status quo al mes de mayo.

Al analizar los indicadores de riesgo la relación deuda / patrimonio baja a 1.14, dado a una baja tanto del pasivo financiero como del operacional, consecuencia de la restricción de la línea de crédito.

La relación pasivo financiero / EBITDA aumenta en 1.48 veces y la relación EBITDA / Gasto Financiero disminuye en 1.90 veces, registrando un deterioro en la cobertura de la deuda.

Para resumir se adjunta el siguiente cuadro:

<b>MES PICO</b>	<b>MAYO</b>
INVENTARIO MES PICO	10,120,352
PERDIDA DE LINEA DE CREDITO	7,000,000
CUPO DISPONIBLE PARA COMPRA DE INVENTARIO	3,120,352
COSTO DE VENTAS PARA MES PICO	9,575,455
SALDO	(6,455,104)
PROMEDIO VENTA MES VALLE	6,247,735
PROMEDIO COSTO VENTA MES VALLE	4,871,688
VENTA PERDIDA DE UNA SEMANA MES VALLE	1,457,805
PERDIDA COSTO VENTAS DE UNA SEMANA MES VALLE	1,136,727
<b>UTILIDAD BRUTA PERDIDA DE UNA SEMANA MES VALLE</b>	<b>321,078</b>
<b>PERDIDA DE UTILIDAD BRUTA MES DE MAYO</b>	<b>1,819,345</b>
<b>TOTAL PERDIDA UTILIDAD BRUTA</b>	<b>(2,140,422)</b>

Fuente y Elaboración: Propia

El inventario para el mes de mayo en condiciones normales es de \$10,120,352 al restringirse la línea de crédito por \$7,000,000 el cupo disponible en inventario es de \$ 3,120,352.

El costo de ventas estimado para el mes de mayo es de \$ 9,575,455, al no contar con el inventario suficiente para abastecer la demanda del mes pico se da una pérdida a costo de ventas de \$6,455,104 en mayo. Esta pérdida también va a afectar al siguiente mes, por los días en que demore la reposición de la mercadería.

Para medir este efecto se asume que la mercadería es repuesta en siete días, ya que las compras se realizan localmente.

Se estima que la venta promedio de un mes valle es de \$6,247,735 (se considera para el cálculo los meses valle de junio, julio y agosto), por lo que la venta perdida por los siete días que demoraría la reposición sería de \$1,457,805.

La afeción a la utilidad bruta sería en menos \$321,000 para el mes de junio, todo esto asumiendo que la línea de crédito es otorgada nuevamente en su totalidad en este mes.

La pérdida total de utilidad bruta considerando la afeción del mes de mayo y junio sería de menos \$2,140,422, con lo que se puede concluir que la afeción de la perdida es mayor en un mes pico ya que pierdo el faltante de inventarios del mes de mayo más la primera semana de reposición del mes de junio.



### Proyección mes valle

- Se considera una restricción de la línea de crédito en un mes valle. Para las empresas comercializadoras de electrodomésticos se contempla como mes valle todos los meses del año a excepción del mes de mayo y diciembre, para el caso se tomó el mes de agosto.
- En las proyecciones con Titularización de Cartera y Emisión de Obligaciones se asumió que el 42% del pasivo financiero, es decir \$7.000.000 se sustituyen por estas alternativas de liquidez, en este escenario se considera que no se tiene estas opciones y que el banco no puede otorgar el préstamo, por lo que se reduce la línea de crédito por este valor en el mes de agosto.
- La línea de crédito por \$7.000.000 es otorgada nuevamente en el siguiente mes.

Se adjunta cuadro resumen con los principales efectos:

MES VALLE	AGOSTO
INVENTARIO MES VALLE	13,832,620
PERDIDA DE LINEA DE CREDITO	7,000,000
CUPO DISPONIBLE PARA COMPRA DE INVENTARIO	6,832,620
COSTO DE VENTAS PARA MES VALLE	5,748,060
SALDO	1,084,560
PROMEDIO VENTA MES VALLE	6,247,735
PROMEDIO COSTO VENTA MES VALLE	4,871,688
DIAS VENTA	4.5
PERDIDA DIAS VENTA	2.5
VENTA PERDIDA	522,341
PERDIDA COSTO VENTAS	407,297
<b>UTILIDAD BRUTA PERDIDA</b>	<b>(115,044)</b>

Fuente y Elaboración: Propia

El inventario para el mes de agosto en condiciones normales es de \$13,832,620 al restringirse la línea de crédito por \$7,000,000 el cupo disponible de inventario es de \$ 6,832,620.

El costo de ventas estimado para el mes valle es de \$ 5,748,060, a pesar de la restricción se cuenta con inventario para cubrir las ventas del mes de agosto.

Para el mes de septiembre el saldo inicial del inventario es de \$ 1,084,560 mismo que de acorde a las ventas promedio de un mes valle alcanza para 4.5 días de venta, por lo que la venta perdida sería 2.5 días, todo esto considerando que la reposición de la mercadería se realiza en 7 días.

La afección a la utilidad bruta sería de menos \$115,044 para el mes de septiembre, todo esto asumiendo que la línea de crédito es otorgada nuevamente en su totalidad en este mes.

En conclusión la afección de la pérdida es menor en un mes valle ya que con el inventario disponible al mes de agosto cubro las ventas de ese mes y la pérdida sólo correspondería a los días que demora la reposición en el mes de septiembre.

#### **4.1.2.2 RIESGO LEGAL**

Para minimizar el riesgo legal que pueda presentar para los inversionistas al momento de invertir en una Emisión de Obligaciones o una Titularización de Cartera, el Consejo Nacional de Valores, a través de la Ley del Mercado de Valores ha establecido mecanismos de control que permitan regular su correcto funcionamiento, los mismos que serán revisados a continuación.

#### **EMISION DE OBLIGACIONES**

Como se observó en el capítulo dos una emisión de obligaciones tiene que estar resguardada por una garantía la cual respalde el cumplimiento y pago de la deuda contraída. Las garantías pueden ser reales y específicas.

La emisora como parte de las características de la emisión deberá celebrar con una persona jurídica especializada en tal objeto, al que se le conocerá como representante de los obligacionistas, un convenio de representación a fin de que éste tome a su cargo la defensa de los derechos e intereses que colectivamente corresponda a los obligacionistas durante la vigencia de la emisión y hasta su cancelación total, dicho representante quedará sujeto a la supervisión y control de la Superintendencia de Compañías, en cuanto a su calidad de representante.

El representante de los obligacionistas controlará que se esté cumpliendo con el resguardo establecido de la emisión, al igual que controlará que se mantenga la relación activo libre de gravamen versus la emisión de la obligación con lo acordado en el prospecto de oferta pública.

El representante de los obligacionistas constituye el canal de comunicación entre el emisor y los inversionistas.

El representante legal de la persona jurídica que sea representante de los obligacionistas, deberá asumir responsabilidad solidaria con ésta.

El representante de los obligacionistas no podrá mantener ningún tipo de vínculo con la emisora, el asesor, agente pagador, garante, ni compañías relacionadas por gestión, propiedad o administración del emisor. Actuará por el bien y defensa de los obligacionistas, respondiendo hasta por culpa leve, para lo cual podrá imponer condiciones al emisor, solicitar la conformación de un fondo de amortización, demandar a la emisora, solicitar a los jueces competentes la subasta de la propiedad prendada u otros actos contemplados en la ley.

Este representante contará con todas las facultades y deberes que le otorga esta Ley y sus normas, con las otorgadas e impuestas en el contrato de emisión o por la asamblea de obligacionistas.

El emisor estará obligado a entregar a dicha representante la información pública que proporciona a la Superintendencia de Compañías, en la misma forma y periodicidad. También la compañía emisora deberá informarle de toda situación que implique el incumplimiento de las condiciones del contrato de emisión, tan pronto como ello ocurra.

Se requerirá de la resolución unánime de los obligacionistas de la clase y emisión correspondiente, para efectuar modificaciones que afecten las tasas de interés o su forma de reajuste, el plazo y forma de amortización de capital, el plazo y forma de pago de intereses, modificación de garantías o modalidad de pago, contempladas en el contrato original.

Sin perjuicio de lo que estipule respecto de la cancelación o sustitución de las garantías que se hayan establecido en la escritura pública de emisión, la emisora podrá previa autorización del representante de los obligacionistas, disponer de las garantías otorgadas, en proporción a la redención que fuere haciendo de las obligaciones emitidas, igualmente podrá sustituir o cambiar las garantías constituidas, las mismas que constarán en escritura pública, con la aceptación del representante de los obligacionistas y de la Superintendencia de Compañías.

La disposición parcial, la sustitución de garantías deberán inscribirse en el Registro del Mercado de Valores y en los demás registros públicos.

Las citaciones y modificaciones relacionadas a disposición, sustitución o cancelación de garantías que deban practicarse respecto de los acreedores hipotecarios o prendarios, se entenderán cumplidas al ponerse en conocimiento del representante de los obligacionistas.<sup>44</sup>

La emisora deberá cubrir el importe de las obligaciones en el plazo, lugar y condiciones que consten en la escritura de emisión.

Demostrado ante la Superintendencia de Compañías el pago de la totalidad de obligaciones de una emisión, aquella autorizará el levantamiento de la garantía real que las respalde.

## **TITULARIZACIÓN DE CARTERA**

En el capítulo 3 se mencionó que en una Titularización de Cartera el originador o agente de manejo a más de los activos con los que ha constituido el patrimonio autónomo, debe respaldar la emisión con una garantía, la misma que puede ser interna o externa.

Entre los mecanismos de garantía más usados están la sobrecolateralización, la sustitución de activos y la subordinación de la emisión, los cuales están en función del índice de siniestralidad de la cartera que va a formar parte del patrimonio autónomo.

---

<sup>44</sup> Art. 163 Ley de Mercado de Valores

El ente que se encarga de velar por el bienestar económico de los inversionistas es el Comité de Vigilancia, el mismo está compuesto por mínimo tres miembros elegidos por los tenedores de títulos, no relacionados al agente de manejo.

El Comité de Vigilancia debe informar a la asamblea de tenedores, sobre su labor y las conclusiones obtenidas. Sin perjuicio de ello, cuando en su labor detecte el incumplimiento de las normas que rigen al fideicomiso mercantil, deberá ponerlos en conocimiento de la Superintendencia de Compañías, de acuerdo a las normas que para el efecto dicte el Consejo Nacional de Valores.

Será atribución del Comité de Vigilancia comprobar que el agente de manejo cumpla en relación al respectivo patrimonio lo dispuesto en esta Ley, normas complementarias y su reglamento interno, pudiendo convocar a asamblea extraordinaria de tenedores cuando lo considere necesario.<sup>45</sup>

Los activos que integren el patrimonio de propósito exclusivo no pueden ser embargados ni sujetos de ninguna medida precautelatoria o preventiva por los acreedores del originador, del agente de manejo o de los inversionistas.

El patrimonio de propósito exclusivo respalda la respectiva emisión de valores, por lo que los inversionistas sólo podrán perseguir el reconocimiento y cumplimiento de la prestación de sus derechos en los activos del patrimonio de propósito exclusivo, mas no en los activos propios del agente de manejo.

De producirse situaciones que impidan la generación proyectada del flujo futuro de fondos o de derechos de contenido económico y una vez agotados los recursos del patrimonio de propósito exclusivo, los inversionistas deberán asumir las eventuales pérdidas que se produzcan como consecuencia de tales situaciones.

En caso que el proceso de titularización arroje pérdidas causadas por dolo o culpa leve en las actuaciones del agente de manejo declarados como tales por juez competente en sentencia ejecutoriada, los inversionistas, podrán ejercer las acciones estipuladas en las disposiciones legales pertinentes con el objeto de obtener las indemnizaciones que hubiere lugar.

En el evento en el que el proceso de titularización arroje total o parcialmente utilidades y éstas no hayan sido oportunamente pagadas a los inversionistas, los valores adquiridos constituirán títulos ejecutivos contentivos de obligaciones ejecutivas en contra del patrimonio de propósito exclusivo.

Para información de los tenedores, la Fiduciara debe difundir con periodicidad semestral, un resumen informativo sobre la situación de la Titularización, el cual contendrá:

- una relación de la cartera (en base al informe que deberá ser provisto por el administrador de cartera), de los flujos y de los pasivos del periodo semestral correspondiente.

---

<sup>45</sup> Art. 152. Ley de Mercado de Valores

- situación de los mecanismos de garantía.

Igualmente la Fiduciaria deberá rendir cuentas al originador con periodicidad trimestral.

Si al momento en el que el Fideicomiso deba pagar los pasivos al inversionista, resultaren insuficientes los recursos provisionados, la Fiduciaria podrá descontar (vender) la cartera titularizada y la cartera sobrecolateral, estando la Fiduciaria facultada para negociar los términos y condiciones de tal o tales ventas, precautelando los intereses de los inversionistas.

Si los recursos recaudados no alcanzan a la suma necesaria para pagar los pasivos con inversionistas, se procederá a distribuir los recursos recaudados entre los inversionistas, a prorrata de su inversión en valores.

En caso que se hayan agotado los recursos para gestionar la cobranza de la cartera titularizada o cartera sobrecolateral, o si dicha cartera ya no es capaz de generar flujos, los inversionistas deberán asumir las eventuales pérdidas que se produzcan como consecuencia de tales situaciones.

## CONCLUSIONES

- Implementar una Emisión de Obligaciones o una Titularización de Cartera permite a las empresas comerciales depender menos de la banca tradicional y diversificar su mix de financiamiento, a través de la obtención de recursos a un costo financiero más barato y mejores plazos que los ofrecidos por el sistema financiero que se adapten a la estructura cíclica de flujos y necesidades de liquidez de la empresa.
- La Emisión de Obligaciones ayuda a reestructurar pasivos obteniendo una mejor posición financiera, cancelando los pasivos de corto plazo y emitiendo deuda a largo plazo, lo cual permite mejorar la liquidez de la empresa y disminuir costos financieros.
- La Titularización de Cartera mejora la liquidez de la empresa, al convertir activos de menor liquidez en flujo de caja, lo que permite reestructurar pasivos y equilibrar plazos entre activos y pasivos. La empresa se vuelve más eficiente al lograr una mayor rotación del activo y adicionalmente mejora la estructura del balance al no aumentar pasivos por un mayor endeudamiento.
- El efecto de una Emisión de Obligaciones en los balances de la empresa es un cambio de pasivo financiero a pasivo con terceros (inversionistas), mientras que la Titularización de Cartera genera flujo inmediato para la empresa sin generar pasivos, lo que permite la mejora de ratios financieros como el ROA.
- Una empresa al no contar con fuentes alternativas de financiamiento a las otorgadas por la banca tradicional, con una medida regulatoria al crédito impartida por el gobierno, la empresa puede quedar expuesta a riesgos de incurrir en pérdidas económicas importantes al no contar con los fondos necesarios que le permitan seguir dando continuidad al negocio.  
Como se observó en el capítulo 4, son grandes los esfuerzos que se deben hacer para recuperar las pérdidas en los meses futuros.
- El Consejo Nacional de Valores como ente de regulación y control del mercado de valores a través de la Ley del Mercado de Valores establece normas de control y constitución de resguardos para los emisores, de esta manera trata de minimizar el riesgo legal para el inversionista y el inversor, buscando así acrecentar la confianza en el mercado de capitales.
- Las empresas que cotiza en la Bolsa de Valores gana una reputación de solidez y seriedad dentro de su mercado lo que le abre nuevas oportunidades de negocios y financiamiento,

promueve la imagen corporativa de las entidades, pues el Mercado de Valores es un medio eficaz para difundir apropiadamente su estructura organizativa, potencialidad económica y financiera, perspectivas de expansión y las oportunidades y fortalezas que ofrecen, dinamizando la imagen de las mismas y mejorando su posicionamiento en el mercado.

## RECOMENDACIONES

- El éxito o fracaso de las empresas se ponen en riesgo por las decisiones correctas o incorrectas en cuanto al tipo, tiempo y otras características de financiamiento que decidan tomar. La decisión de Titularizar Cartera o Emitir Obligaciones, debe estar en función de la necesidad de financiamiento y de la estructura cíclica de sus flujos.
- La empresa debe buscar asesorarse por especialistas, servicio que lo prestan las casas de valores, mismos que los ayudarán a definir el tipo de financiamiento y la forma de pago acorde a los flujos generados por la empresa y a establecer las garantías generales o específicas que resguarden la emisión.
- Es recomendable se revisen los prospectos de Emisión de los Títulos de interés antes de decidir invertir, de modo que se informen sobre las bondades, riesgos y oportunidades más propicias. Además, es conveniente conocer los gastos adicionales y comisiones a pagar, por cuanto pueden incrementarse los costos de financiamiento. No todos los productos son idóneos para todos los inversores.
- Estructurar una Emisión de Obligaciones o una Titularización de Cartera toma varios meses, factor que deberían tener en cuenta las empresas para no ocasionar descalce en sus flujos hasta que esté lista la figura y los títulos puedan ser colocados en el mercado de valores.
- Es conveniente para la empresa entrar en un proceso de estructuración de Titularización de Cartera cuando el monto a titularizar sea considerable, para que el costo financiero que se genere sea menor (efecto dilución de costos fijos), caso contrario se tornará un figura cara versus al financiamiento tradicional.
- Para utilizar de mejor manera la liquidez que genera la Titularización de Cartera para una empresa, se recomienda no sustituir pasivos sino mantener ocupadas las líneas de crédito para que ese flujo pueda ser utilizado para generar mayores ventas y resultados que ayudarán a potencializar el negocio. En el caso de las empresas comerciales de electrodomésticos para generar más ventas ese flujo puede ser utilizado para aperturar más tiendas o extender el plazo del crédito a sus clientes.
- Las entidades que regulan el mercado de valores deben impulsar y fomentar la participación de las empresas en el mercado de valores. El gobierno debería implementar políticas que incentiven el desarrollo del mercado de capitales en el Ecuador, como analizar la posibilidad de exonerar del impuesto a la salida de divisas a los inversionistas del exterior que realicen



inversiones en el mercado de valores, esto ayudaría a fomentar la inversión extranjera en el país y aportaría al crecimiento de este mercado.

## BIBLIOGRAFIA

- Berk J., DeMarzo P. Finanzas Corporativas. México: Pearson Addison Wesley, 2008.
- Gómez, Luis. Manual de Financiamiento para Empresas. Ecuador: Plus Ediciones, 2011.
- Bolsa de Valores de Quito. Inventario 2009-2010. Ecuador: Editorial Don Bosco, 2010.
- Bolsa de Valores de Quito. Inventario 2010-2011. Ecuador: Editorial Don Bosco, 2011.
- Bolsa de Valores de Quito. Inventario 2011-2012. Ecuador: Editorial Don Bosco, 2012.
- Superintendencia de Compañías. “Breve análisis del comportamiento de la oferta pública a noviembre 2012”  
<http://www.supercias.gob.ec/home.php?blue=c4ca4238a0b923820dcc509a6f75849b&modal=0&ubc=Inicio> (12-mar-2013).
- Superintendencia de Compañías. “Breve análisis de la evolución del mercado de valores durante el año 2012”.  
<http://www.supercias.gob.ec/home.php?blue=c4ca4238a0b923820dcc509a6f75849b&modal=0&ubc=Inicio#>
- Rodrigo Rato y Figaredo. “Crecimiento económico y desarrollo del mercado financiero: Fortalecimiento de Integración”. FMI. [www.imf.org](http://www.imf.org). (13-mar-2013).
- Bolsa de Valores de Quito. “Conozca el Mercado de Valores”. [www.bolsadequito.info](http://www.bolsadequito.info). (10-mar-2013)
- Superintendencia de Compañías. “Derechos y Principios del Inversionista”. Folleto Divulgativo #17.
- Superintendencia de Compañías. “La Emisión de Obligaciones”. Folleto Divulgativo #12.
- Superintendencia de Compañías. “La Titularización”. Folleto Divulgativo #14
- Superintendencia de Compañías. “Guía Conocimientos básicos del Mercado de Valores”. 30-mar-2011.  
<http://www.supercias.gob.ec/home.php?blue=c4ca4238a0b923820dcc509a6f75849b&modal=0&ubc=Inicio#> (14-mar-13)
- Superintendencia de Compañías. “Guía del Mercado de Valores en el Ecuador” 30-mar-2011.  
<http://www.supercias.gob.ec/home.php?blue=c4ca4238a0b923820dcc509a6f75849b&modal=0&ubc=Inicio#> (14-mar-13)
- Superintendencia de Compañías. “Guía práctica de ingreso al mercado de valores”. 30-mar-2011.  
<http://www.supercias.gob.ec/home.php?blue=c4ca4238a0b923820dcc509a6f75849b&modal=0&ubc=Inicio#> (14-mar-13)
- Superintendencia de Compañías. “Guía estudiantil del mercado de valores”. 30-mar-2011.  
<http://www.supercias.gob.ec/home.php?blue=c4ca4238a0b923820dcc509a6f75849b&modal=0&ubc=Inicio#> (14-mar-13)
- Bolsa de Valores de Quito. “Ley de Mercado de Valores”.  
<http://www.bolsadequito.info/normativa/normativa-del-mercado-de-valores/ley-de-mercado-de-valores/>. (02-feb-2013)

- Sandra, M. Jimenez, L. “Los mercados financieros en América Latina y el financiamiento de la inversión”. CEPAL Noviembre 2010. Serie Macroeconómica del desarrollo No. 107. [http://www.eclac.org/publicaciones/xml/8/41788/SERIE\\_107-ManuelitoJimenez2.pdf](http://www.eclac.org/publicaciones/xml/8/41788/SERIE_107-ManuelitoJimenez2.pdf). (12-mar-2013)
- Patricio Peña, Presidente Directorio BVQ. “Sector privado busca formas de activar mercado de valores”. 21-nov.2012. Diario El Universo.
- Banco Central del Ecuador. “Supuestos Macroeconómicos 2012-2015”. <http://www.bce.fin.ec>. (13-abr-2013).
- Arnaud Zacharie. “Los Mercados Financieros”. [www.rebellion.org](http://www.rebellion.org) (9-mar-13).
- Andrade, L. Farrell, D. “Desarrollo del potencial de los sistemas financieros de América Latina”. The McKinsey Quarterly, mayo 2007.

# **ANEXOS**

## ANEXO 1

### Información solicitada por las Calificadoras de Riesgos

1. Estructura de la Empresa.- Se consideran los siguientes aspectos:
  - Organigrama de la empresa como se encuentra conformado;
  - Indicar la participación de las empresas relacionadas;
  - Estructura accionaria;
  - Porcentajes de participación de los accionistas de la compañía;
  - Detalle del número de funcionarios, empleados y trabajadores.
2. Enfoque estratégico y posición en el mercado.-
  - Estrategias en cuanto a canales de distribución;
  - Principales áreas de oportunidad para consolidar la estrategia de la empresa;
  - Detallar las principales áreas del negocio por producto.
3. Estructura Financiera.-
  - Balances Generales y de Resultados debidamente auditados, estado de cambios de la situación patrimonial, estado de flujo de caja:
  - Informes de las Auditorías externas;
  - Proyecciones y perspectivas de crecimiento de la empresa;
  - Demás información económica y financiera.

## ANEXO 2

### Contenido del Prospecto de Oferta Pública

El prospecto de oferta pública primaria de obligaciones elaborado por sociedades nacionales contendrá al menos la siguiente información:

#### **a) Información general**

1. Nombre del emisor;
2. Número del RUC;
3. Fechas de otorgamiento de la escritura pública de constitución e inscripción en el Registro Mercantil;
4. Plazo de duración;
5. Domicilio principal de la compañía, con la indicación de la dirección, teléfono y fax de la oficina principal y de las sucursales si las tuviere;
6. Objeto social;
7. Capital suscrito, pagado y autorizado de ser el caso;
8. Número de acciones, clase, valor nominal de cada acción y series;
9. Nombres y apellidos de los principales accionistas propietarios de más del diez por ciento de las acciones representativas del capital suscrito de la compañía, con indicación del porcentaje de su respectiva participación;
10. Nombres y apellidos del representante legal, administradores y directores, si los hubiera;
11. Referencia de empresas vinculadas, de conformidad con lo dispuesto en los artículos 46 de la Ley de Mercado de Valores y 439 (428) de la Ley de Compañías;
12. Número de empleados, trabajadores y directivos de la compañía;
13. Participación en el capital de otras sociedades; y,
14. Número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Compañías aprobando la oferta pública y su inscripción en el Registro del Mercado de Valores.

## **b) Características de la emisión**

1. Fecha del acta de la junta general relativa al aumento de capital mediante suscripción pública;
  2. Monto de la emisión;
  3. Número de acciones, clase, valor nominal y series;
  4. Condiciones de la oferta, forma de pago, precio y plazo de duración de la oferta;
  5. Sistema de colocación;
  6. Resumen del contrato de underwriting, de existir;
  7. Indicación del destino de los recursos a captar;
  8. Política de reparto de dividendos en los tres años anteriores y para los tres años siguientes;
- y,
9. Calificación de riesgo, en caso de que el Consejo Nacional de Valores lo estime necesario.

## **c) Información económico - financiera**

1. Descripción del entorno económico en que ha venido desarrollando y desarrollará sus actividades;
2. Principales líneas de productos, servicios, negocios y actividades de la compañía;
3. Detalle de los principales activos productivos e improductivos;
4. Descripción de las políticas de inversiones y de financiamiento de los últimos tres años y para los tres años siguientes;
5. Situación comparativa de los estados financieros auditados con su respectiva opinión, correspondientes a los tres últimos ejercicios económicos, individuales y consolidados cuando corresponda; y,
6. Para el mismo período señalado anteriormente, al menos los siguientes indicadores económicos - financieros:  
  
Liquidez; prueba ácida; endeudamiento; total de activos con indicación de las inversiones y enajenaciones de importancia realizadas; volumen de ventas en unidades físicas y monetarias; costos fijos y variables; utilidad operativa; gastos financieros; utilidad antes de impuestos; utilidad neta; utilidad por acción e ingresos no operacionales.

#### **d) Características de la emisión**

1. Fecha del acta de junta general de accionistas o de socios que haya resuelto la emisión;
2. Monto y plazo de la emisión;
3. Indicación de la unidad monetaria o las unidades de valor constante en que se represente la emisión;
4. Número y valor nominal de las obligaciones que comprende cada serie;
5. Indicación de sí las obligaciones serán a la orden o al portador;
6. Tasa de interés y forma de reajuste, de ser el caso;
7. Fecha a partir de la cual el tenedor de las obligaciones comienza a ganar intereses;
8. Indicación de sí los títulos llevarán cupones para el pago de intereses. En este caso los cupones deberán indicar su valor o la forma de determinarlo, la fecha de su vencimiento y el número de serie;
9. Plazo y forma de amortización, lugar y modalidad de pago e indicación del agente pagador, si lo hubiere;
10. Clase de garantía;
11. En caso de que la emisión esté amparada por garantía específica, el detalle de bienes o cauciones que la conforman; monto estimativo y fundamento de la estimación;
12. Si la garantía consistiera en flujos de fondos, deberá señalarse el nombre del fiduciario;
13. Tratándose de emisiones convertibles en acciones se deberá especificar los términos en que se realizará la conversión;
14. Nombre del representante de los obligacionistas;
15. Resumen del convenio de representación y su número de inscripción en el Registro del Mercado de Valores;
16. Descripción del sistema de colocación o underwriting con indicación del responsable de la colocación o underwriter, si lo hubiera;
17. Destino de los recursos a captar; y,
18. Número y fecha de la Resolución expedida por la Superintendencia de Compañías aprobando la oferta pública y su inscripción en el Registro del Mercado de Valores.

**e) Información económico - financiera**

1. Descripción del entorno económico en que ha venido desarrollando y desarrollará sus actividades;
2. Estados consolidados y actualizados de situación, de resultados, de cambios en la situación patrimonial y flujo de fondos correspondientes a los tres últimos ejercicios económicos auditados;
3. Descripción de los principales activos productivos e improductivos existentes a la fecha, con indicación de las adquisiciones y enajenaciones de importancia realizadas en el último ejercicio económico;
4. Para el mismo período señalado en el numeral 2, al menos los siguientes indicadores económico - financieros: liquidez; prueba ácida; endeudamiento; total de activos con indicación de las inversiones y enajenaciones de importancia realizadas; volumen de ventas en unidades físicas y monetarias; costos fijos y variables; utilidad operativa; gastos financieros; utilidad antes de impuestos; utilidad neta; utilidad por acción e ingresos no operacionales; y,
5. La calificación actualizada, emitida por una calificadora de riesgo.



## ANEXO 3

### **Inscripción en el Registro de Mercado de Valores**

**1. Envío de solicitud para inscripción con todos los requisitos,** la empresa emisora tiene que tramitar la emisión con la Superintendencia de Compañías.

**2. Aprobación de la emisión y autorización de la Oferta Pública.** La Superintendencia de Compañías luego de la revisión respectiva de la solicitud y la documentación enviada por el emisor, envía una comunicación a estos y a la Bolsa de Valores en la que emite la aprobación o no a la solicitud y por lo tanto autorizando o no a la oferta pública.

**3. Publicación de la autorización de la Oferta Pública;** luego de recibir la autorización, la empresa emisora debe cumplir con el requisito de publicar en un diario de mayor circulación la autorización de la Oferta Pública.

**4. Pago de cuota de inscripción en el Registro de Mercado de Valores;** con la publicación en el diario, el emisor procede a la cancelación de la cuota de inscripción en el Registro de Mercado de Valores, recibiendo el correspondiente número de inscripción.

## ANEXO 4

Para inscribirse en Bolsa de Valores, el emisor deberá incluir información adicional, a la entregada a la Superintendencia de Compañías.

Los requisitos adicionales para la inscripción de emisores en la bolsa de valores son los siguientes:

1. Carta Solicitud dirigida a la Secretaría General de la Bolsas de Valores;
2. Resolución emitida por la Superintendencia de Compañías en la que se ordena la inscripción en el Registro del Mercado de Valores;
3. Certificado de Inscripción del emisor en el Registro del Mercado de Valores;
4. Copia de la escritura pública de constitución con la fe de inscripción en el Registro Mercantil;
5. Estatutos Sociales con última reforma y de cualquier otro acto societario;
6. Nómina de Directores y Administradores;
7. Nombramiento del Representante Legal debidamente inscrito en el Registro Mercantil
8. Copia certificada del acta de la Junta General o del órgano competente en la que conste la autorización para la inscripción;
9. Informe de la Administración y del Comisario de los tres últimos ejercicios económicos.
10. Estados financieros individuales y consolidados, si procediere, del último trimestre finalizado, según las normas de la Superintendencia del ramo. Entiéndase como estados financieros el Balance General, Estado de Resultados, Estado de Evolución Patrimonial y Estado de Flujo de Efectivo.

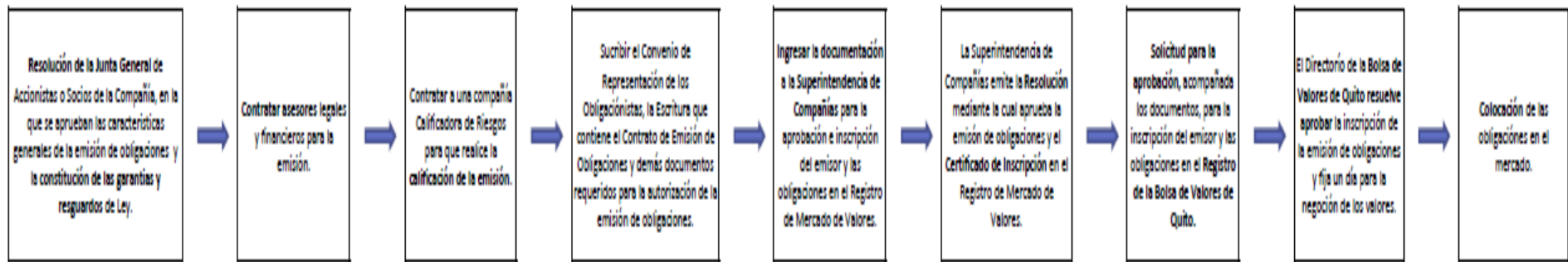
Los requisitos adicionales que debe entregar el emisor para la inscripción de obligaciones en la bolsa de valores son los siguientes:

1. Solicitud para inscripción por parte del representante Legal debidamente autorizada;
2. Formulario de Información General;
3. Resolución emitida por la Superintendencia de Compañías en la que se ordena la inscripción en el Registro del Mercado de Valores;
4. Certificado de Inscripción del valor en el Registro del Mercado de Valores;

5. Copia del Prospecto de oferta pública aprobado por la Superintendencia de Compañías, con sello y rúbrica de aprobación;
6. Prospecto de oferta pública, en número suficiente para las Casas de Valores (Guayaquil y Quito).

## ANEXO 5

### PROCESO DE EMISION DE OBLIGACIONES DE LARGO PLAZO



Fuente: Bolsa de Valores de Quito

## ANEXO 6

### Costos Asociados a una Emisión de Obligaciones

	SERIE A1	SERIE A2
Monto de la Emisión	5,000	2,000
Plazo de la Emisión (años)	3	3
Período de Intereses	Trimestre	4
Amortización de Capital	Semestre	2
Total de Períodos Interés	12	12
Total de Períodos Capital	6	6
Tasa de interés del Cupón	6.53%	6.53%

		Inicial	Anual
Inscripción Registro de Mercado de Valores	0.04%	Representante de obligador	0.06%
Gastos Notariales	0.05%	Calificación de Riesgo	8.0 6.0
Comisión de Colocación Casa de Valores	0.25%	Prospectos, títulos, publicaci	0.02%
Comisión de Bolsa	0.09%	Desmaterialización	0.05%
Inscripción y Mantenimiento Bolsa	0.02%	Agente Pagador	0.01%
<b>Tasa Costo Total (calculado en Flujo de Caja)</b>	<b>7.44%</b>	Estructuración Financiera y L	0.50%
<b>Costo del Proceso (en tasa)</b>	<b>0.91%</b>		

Flujo de Caja valores en USD miles	Inicio	Primer año				Segundo año				Tercer año				TOTAL
		IQ	IIQ	IIIQ	IVQ	IQ	IIQ	IIIQ	IVQ	IQ	IIQ	IIIQ	IVQ	
<b>SALDO en circulación -SERIE 1</b>	<b>5,000</b>	5,000	5,000	4,167	4,167	3,333	3,333	2,500	2,500	1,667	1,667	833	833	
Pagos de capital	5,000	0	833	0	833	0	833	0	833	0	833	0	833	
Pagos de interés		82	82	68	68	54	54	41	41	27	27	14	14	
<b>SALDO en circulación -SERIE 2</b>	<b>2,000</b>	2,000	2,000	1,667	1,667	1,333	1,333	1,000	1,000	667	667	333	333	
Pagos de capital	2,000	0	333	0	333	0	333	0	333	0	333	0	333	
Pagos de interés		33	33	27	27	22	22	16	16	11	11	5	5	
<b>Total pagos</b>	<b>7,000</b>	114	1,281	95	1,262	76	1,243	57	1,224	38	1,205	19	1,186	
Estructuración Financiera y Legal	35.0													35.0
Desmaterialización	3.5													3.5
Representante de los Obligacionistas		4.0				4.0				4.0				12.0
Agente Pagador	0.7													0.7
Calificación de riesgos	8.0					6.0				6.0				20.0
Gastos notariales	3.5													3.5
Prospectos, títulos, publicaciones	1.4													1.4
Inscripción Registro de Mercado de Valores	2.5													2.5
Inscripción y Mantenimiento Bolsa	1.4					0.9				0.5				2.8
Comisión de Colocación Casa de Valores		17.5												17.5
Comisión de Colocación Bolsa de Valores		6.3												6.3
<b>Total Costos</b>	<b>56.0</b>	27.8	0.0	0.0	0.0	10.9	0.0	0.0	0.0	10.5	0.0	0.0	0.0	105.2
Flujo neto Trimestral	6,944	-142.1	-1,281	-95	-1,262	-87	-1,243	-57	-1,224	-49	-1,205	-19	-1,186	105.2

Tasa anual en función del costo	7.44%
Tasa de Interés del cupón	6.53%
Costo del proceso en tasa	0.91%

**ANEXO 7**  
**PROYECCION ESTADOS FINANCIEROS STATUS QUO AÑO 1**

BALANCE GENERAL PRESUPUESTO	AÑO 1												
	AÑO 0	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE
<b>ACTIVO</b>	<b>58,031,170</b>	<b>54,668,116</b>	<b>53,660,533</b>	<b>51,424,513</b>	<b>51,407,897</b>	<b>52,869,316</b>	<b>48,094,093</b>	<b>44,015,317</b>	<b>47,188,337</b>	<b>50,410,319</b>	<b>49,694,343</b>	<b>49,538,536</b>	<b>54,305,421</b>
Efectivo	95,170	1,000,000	1,000,000	1,500,000	1,500,000	1,800,000	1,400,000	800,000	800,000	800,000	800,000	800,000	1,000,000
Acciones en otras Compañías	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860
<b>CUENTAS POR COBRAR</b>	<b>42,111,906</b>	<b>42,087,868</b>	<b>39,197,065</b>	<b>36,603,519</b>	<b>36,252,213</b>	<b>39,389,104</b>	<b>34,926,367</b>	<b>30,622,032</b>	<b>31,029,190</b>	<b>29,994,211</b>	<b>30,156,897</b>	<b>32,653,280</b>	<b>43,263,494</b>
Cuentas por cobrar Usuarios	17,295,448	13,428,452	13,801,232	14,226,936	14,652,355	16,943,379	16,960,374	16,610,324	16,245,310	15,602,161	14,901,075	14,553,606	19,525,304
Reserva Incobrables Usuarios	-422,166	-434,077	-444,202	-455,703	-468,445	-494,387	-507,816	-520,514	-534,135	-546,956	-560,291	-576,777	-617,682
Cuentas por cobrar Mayoreo	23,638,499	27,032,577	24,527,415	21,534,292	20,735,292	21,363,223	16,892,130	13,198,686	13,992,914	13,620,694	14,515,185	17,327,571	22,535,754
Reserva Incobrables Mayoreo	-1,068,464	-1,077,388	-1,085,453	-1,092,634	-1,105,094	-1,123,256	-1,130,925	-1,138,767	-1,150,691	-1,159,685	-1,171,881	-1,190,455	-1,219,470
Otras cuentas por Cobrar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tarjetas de credito	744,195	1,140,088	399,857	392,412	439,888	701,928	714,388	474,086	477,576	479,781	474,591	541,119	1,041,373
Empleados	76,176	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
Varios Deudores	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216
<b>INVENTARIOS TOTAL</b>	<b>14,288,678</b>	<b>9,625,943</b>	<b>11,520,274</b>	<b>11,738,912</b>	<b>12,084,713</b>	<b>10,120,352</b>	<b>10,218,977</b>	<b>11,055,648</b>	<b>13,832,620</b>	<b>18,100,692</b>	<b>17,233,142</b>	<b>14,592,063</b>	<b>8,559,844</b>
<b>ACTIVO FIJO</b>	<b>1,527,556</b>	<b>1,516,445</b>	<b>1,505,333</b>	<b>1,144,222</b>	<b>1,133,111</b>	<b>1,122,000</b>	<b>1,110,889</b>	<b>1,099,778</b>	<b>1,088,667</b>	<b>1,077,556</b>	<b>1,066,445</b>	<b>1,055,333</b>	<b>1,044,222</b>
Propiedades y Terrenos	1,147,487	1,136,376	1,125,265	764,153	753,042	741,931	730,820	719,709	708,598	697,487	686,376	675,265	664,153
Revalorizaciones	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069
OTROS ACTIVOS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>PASIVO</b>	<b>38,074,790</b>	<b>34,511,080</b>	<b>33,402,330</b>	<b>33,620,325</b>	<b>33,332,331</b>	<b>33,872,972</b>	<b>28,850,686</b>	<b>24,563,239</b>	<b>27,367,345</b>	<b>30,361,698</b>	<b>29,334,386</b>	<b>28,652,673</b>	<b>31,929,988</b>
<b>OPERACIONAL</b>	<b>22,346,022</b>	<b>12,222,076</b>	<b>13,512,358</b>	<b>13,391,145</b>	<b>11,786,346</b>	<b>13,898,933</b>	<b>9,931,309</b>	<b>10,132,826</b>	<b>13,860,772</b>	<b>14,732,109</b>	<b>15,234,546</b>	<b>15,427,004</b>	<b>17,549,025</b>
Proveedores	16,833,171	7,276,270	8,509,025	8,308,770	10,314,365	11,870,374	7,781,262	7,862,123	11,380,294	12,122,195	12,447,598	12,341,011	13,616,022
Otras cuentas por Pagar	1,101,820	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000
Retenciones al personal	-7,950	22,000	22,000	22,000	22,000	55,000	36,000	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000
Otros Impuestos por pagar	2,513,000	2,579,885	2,613,607	2,659,943	237,402	544,328	626,683	696,240	819,211	895,087	998,866	1,174,168	1,670,691
Varios acreedores	654,273	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000
Participacion empleados	1,251,708	1,298,921	1,322,725	1,355,432	167,578	384,232	442,364	491,463	578,267	631,826	705,082	828,824	1,179,311
<b>FINANCIERO</b>	<b>15,140,036</b>	<b>21,700,272</b>	<b>19,301,241</b>	<b>19,640,449</b>	<b>20,957,254</b>	<b>19,385,307</b>	<b>18,330,645</b>	<b>13,841,681</b>	<b>12,917,842</b>	<b>15,040,858</b>	<b>13,511,108</b>	<b>12,636,938</b>	<b>13,792,232</b>
Corto plazo	15,140,036	21,700,272	19,301,241	19,640,449	20,957,254	19,385,307	18,330,645	13,841,681	12,917,842	15,040,858	13,511,108	12,636,938	13,792,232
Largo plazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>PASIVOS ESPECIALES</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>
<b>PATRIMONIO</b>	<b>19,956,380</b>	<b>20,157,036</b>	<b>20,258,203</b>	<b>17,804,188</b>	<b>18,075,566</b>	<b>18,996,344</b>	<b>19,243,408</b>	<b>19,452,079</b>	<b>19,820,992</b>	<b>20,048,621</b>	<b>20,359,958</b>	<b>20,885,863</b>	<b>22,375,433</b>
CAPITAL SOCIAL	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000
RESERV. REV PATRIMONIO	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092
RESERVA FACULTATIVA	675,246	5,861,288	5,861,288	3,268,267	3,268,267	3,268,267	3,268,267	3,268,267	3,268,267	3,268,267	3,268,267	3,268,267	3,268,267
PERDIDAS DE EJER. ANTERIORES	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
APORTE FUT. CAPITALIZACIONES	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD DEL EJERCICIO	5,186,042	200,656	301,823	440,829	712,207	1,632,985	1,880,048	2,088,719	2,457,633	2,685,262	2,996,598	3,522,504	5,012,074
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>58,031,170</b>	<b>54,668,116</b>	<b>53,660,533</b>	<b>51,424,513</b>	<b>51,407,897</b>	<b>52,869,316</b>	<b>48,094,093</b>	<b>44,015,317</b>	<b>47,188,337</b>	<b>50,410,319</b>	<b>49,694,343</b>	<b>49,538,536</b>	<b>54,305,421</b>

PRESUPUESTO MENSUAL	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DECIEMBRE	TOTALES	%/ VTAS
<b>AÑO 1</b>														
<b>VENTAS</b>	<b>5,825,968</b>	<b>5,111,994</b>	<b>5,141,239</b>	<b>7,246,401</b>	<b>12,319,369</b>	<b>5,791,956</b>	<b>5,676,327</b>	<b>7,274,920</b>	<b>6,094,467</b>	<b>7,298,238</b>	<b>10,204,157</b>	<b>19,552,444</b>	<b>97,537,481</b>	<b>100.00%</b>
USUARIOS	2,811,957	2,388,308	2,715,886	3,038,119	6,185,486	3,201,840	3,027,838	3,247,700	3,056,806	3,179,508	3,930,998	9,753,037	46,537,484	47.71%
MAYOREO	3,014,011	2,723,686	2,425,353	4,208,282	6,133,882	2,590,116	2,648,490	4,027,221	3,037,662	4,118,730	6,273,159	9,799,406	50,999,998	52.29%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>COSTOS</b>	<b>4,607,345</b>	<b>4,045,551</b>	<b>4,007,802</b>	<b>5,770,326</b>	<b>9,575,455</b>	<b>4,459,676</b>	<b>4,407,329</b>	<b>5,748,060</b>	<b>4,771,103</b>	<b>5,815,696</b>	<b>8,253,458</b>	<b>15,277,120</b>	<b>76,738,920</b>	<b>78.68%</b>
COSTOS USUARIOS	1,896,502	1,613,618	1,830,933	2,027,845	4,128,166	2,137,102	2,021,226	2,168,854	2,042,480	2,123,939	2,626,023	6,512,631	31,129,319	66.89%
COSTOS MAYOREO	2,710,843	2,431,933	2,176,869	3,742,481	5,447,290	2,322,574	2,386,103	3,579,206	2,728,623	3,691,757	5,627,435	8,764,488	45,609,601	89.43%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	<b>1,218,623</b>	<b>1,066,443</b>	<b>1,133,437</b>	<b>1,476,075</b>	<b>2,743,913</b>	<b>1,332,280</b>	<b>1,268,998</b>	<b>1,526,860</b>	<b>1,323,364</b>	<b>1,482,542</b>	<b>1,950,699</b>	<b>4,275,324</b>	<b>20,798,561</b>	<b>21.32%</b>
UTILIDAD BRUTA USUARIOS	915,455	774,690	884,953	1,010,274	2,057,321	1,064,738	1,006,611	1,078,846	1,014,326	1,055,569	1,304,975	3,240,406	15,408,165	33.11%
UTILIDAD BRUTA MAYOREO	303,168	291,753	248,484	465,801	686,593	267,542	262,387	448,015	309,039	426,972	645,724	1,034,918	5,390,397	10.57%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>TOTAL DE GASTOS DIRECTOS</b>	<b>646,733</b>	<b>638,708</b>	<b>656,716</b>	<b>778,761</b>	<b>1,003,170</b>	<b>674,755</b>	<b>669,956</b>	<b>695,327</b>	<b>710,355</b>	<b>707,550</b>	<b>839,852</b>	<b>1,402,752</b>	<b>9,424,637</b>	<b>19.86%</b>
GASTOS DIRECTOS USUARIOS	501,323	501,685	525,287	603,478	774,127	537,616	533,091	544,914	548,951	549,949	632,789	1,111,880	7,365,091	15.83%
GASTOS DIRECTOS MAYOREO	145,410	137,024	131,429	175,283	229,044	137,139	136,865	150,413	161,404	157,601	207,064	290,871	2,059,546	4.04%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>UTILIDAD DIRECTA TOTAL</b>	<b>571,890</b>	<b>427,735</b>	<b>476,721</b>	<b>697,314</b>	<b>1,740,743</b>	<b>657,525</b>	<b>599,042</b>	<b>831,533</b>	<b>613,009</b>	<b>774,992</b>	<b>1,110,847</b>	<b>2,872,572</b>	<b>11,373,924</b>	<b>11.66%</b>
UTILIDAD DIRECTA USUARIOS	414,132	273,005	359,666	406,796	1,283,194	527,122	473,520	533,931	465,374	505,620	672,187	2,128,526	8,043,074	17.28%
UTILIDAD DIRECTA MAYOREO	157,758	154,730	117,055	290,519	457,549	130,403	125,522	297,602	147,635	269,372	438,660	744,047	3,330,850	6.53%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>INGRESO FINANCIERO</b>	<b>203,506</b>	<b>198,962</b>	<b>191,566</b>	<b>184,639</b>	<b>177,575</b>	<b>181,848</b>	<b>172,157</b>	<b>160,550</b>	<b>148,633</b>	<b>134,696</b>	<b>120,029</b>	<b>107,075</b>	<b>1,981,236</b>	<b>2.03%</b>
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>GASTO FINANCIERO</b>	<b>111,910</b>	<b>160,401</b>	<b>142,668</b>	<b>145,176</b>	<b>154,909</b>	<b>143,290</b>	<b>135,494</b>	<b>102,313</b>	<b>95,484</b>	<b>111,177</b>	<b>99,870</b>	<b>93,408</b>	<b>1,496,100</b>	<b>1.53%</b>
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>INGRESO FINANCIERO NETO</b>	<b>91,596</b>	<b>38,561</b>	<b>48,898</b>	<b>39,464</b>	<b>22,666</b>	<b>38,559</b>	<b>36,662</b>	<b>58,237</b>	<b>53,148</b>	<b>23,519</b>	<b>20,159</b>	<b>13,667</b>	<b>485,136</b>	<b>0.50%</b>
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>UTILIDAD ANTES G. GENERALES</b>	<b>663,486</b>	<b>466,296</b>	<b>525,619</b>	<b>736,778</b>	<b>1,763,409</b>	<b>696,084</b>	<b>635,705</b>	<b>889,770</b>	<b>666,158</b>	<b>798,511</b>	<b>1,131,006</b>	<b>2,886,239</b>	<b>11,859,060</b>	<b>12.16%</b>
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>GASTOS DE MATRIZ</b>	<b>348,732</b>	<b>307,602</b>	<b>307,571</b>	<b>311,086</b>	<b>319,053</b>	<b>308,533</b>	<b>308,377</b>	<b>311,083</b>	<b>309,092</b>	<b>310,140</b>	<b>306,056</b>	<b>549,658</b>	<b>3,996,984</b>	<b>4.10%</b>
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>UTILIDAD</b>	<b>314,754</b>	<b>158,694</b>	<b>218,048</b>	<b>425,692</b>	<b>1,444,357</b>	<b>387,551</b>	<b>327,327</b>	<b>578,688</b>	<b>357,065</b>	<b>488,371</b>	<b>824,950</b>	<b>2,336,580</b>	<b>7,862,077</b>	<b>8.06%</b>
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>OTROS INGRESOS</b>														0.00%
<b>OTROS GASTOS</b>														0.00%
<b>UTILIDAD ANTES IMPUESTOS</b>	<b>314,754</b>	<b>158,694</b>	<b>218,048</b>	<b>425,692</b>	<b>1,444,357</b>	<b>387,551</b>	<b>327,327</b>	<b>578,688</b>	<b>357,065</b>	<b>488,371</b>	<b>824,950</b>	<b>2,336,580</b>	<b>7,862,077</b>	<b>8.06%</b>
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
15% PARTICIPACION EMPLEADOS	47,213	23,804	32,707	63,854	216,654	58,133	49,099	86,803	53,560	73,256	123,742	350,487	1,179,311	1.21%
IMPUESTO RENTA Y ADIC.	66,885	33,722	46,335	90,459	306,926	82,355	69,557	122,971	75,876	103,779	175,302	496,523	1,670,691	1.71%
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>200,656</b>	<b>101,167</b>	<b>139,006</b>	<b>271,378</b>	<b>920,778</b>	<b>247,064</b>	<b>208,671</b>	<b>368,914</b>	<b>227,629</b>	<b>311,336</b>	<b>525,905</b>	<b>1,489,570</b>	<b>5,012,074</b>	<b>5.14%</b>

FLUJO DE CAJA													TOTAL
AÑO 1	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE	AÑO 1
CAJA INICIAL	103,030	1,007,860	1,007,860	1,507,860	1,507,860	1,807,860	1,407,860	807,860	807,860	807,860	807,860	807,860	103,030
INGRESOS DE EFECTIVO	2,465,764	6,601,238	5,550,800	7,143,046	14,609,532	2,006,180	6,050,001	11,163,416	9,237,453	7,935,371	10,516,644	22,936,833	106,216,279
INGRESOS POR ctas. RESULTADOS	6,029,474	5,310,956	5,332,805	7,431,040	12,496,944	5,973,804	5,848,484	7,435,471	6,243,100	7,432,933	10,324,186	19,659,518	99,518,717
INGRESOS OPERATIVOS	-10,123,946	1,290,282	-121,213	-1,604,799	2,112,588	-3,967,624	201,517	3,727,945	871,337	502,437	192,458	2,122,021	-4,796,997
INGRESOS PATRIMONIALES	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
NUEVOS PASIVOS FINANCIEROS	6,560,236	0	339,208	1,316,805	0	0	0	0	2,123,016	0	0	1,155,294	11,494,559
EGRESOS DE EFECTIVO	1,560,935	6,601,238	5,050,800	7,143,046	14,309,532	2,406,180	6,650,001	11,163,416	9,237,453	7,935,371	10,516,644	22,736,833	105,311,449
EGRESOS POR ctas. RESULTADOS	5,828,819	5,209,789	5,193,799	7,159,662	11,576,167	5,726,741	5,639,813	7,066,557	6,015,471	7,121,597	9,798,280	18,169,948	94,506,643
EGRESOS OPERATIVOS	-4,256,773	-996,472	-2,374,909	-5,504	1,172,530	-4,364,112	-3,467,665	3,184,131	3,233,093	-704,865	-144,696	4,577,996	-4,147,245
EGRESOS POR INVERSION	-11,111	-11,111	-361,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-483,333
EGRESOS PATRIMONIALES	0	0	2,593,021	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2,593,021
PAGO DE PASIVOS FINANCIEROS	0	2,399,032	0	0	1,571,947	1,054,662	4,488,965	923,839	0	1,529,750	874,170	0	12,842,363
CAJA FINAL	1,007,860	1,007,860	1,507,860	1,507,860	1,807,860	1,407,860	807,860	807,860	807,860	807,860	807,860	1,007,860	1,007,860
VARIACION DE CAJA	904,830	0	500,000	0	300,000	-400,000	-600,000	0	0	0	0	200,000	904,830
GENERACION NETA DE CAJA	-5,655,406	2,399,032	2,753,813	-1,316,805	1,871,947	654,662	3,888,965	923,839	-2,123,016	1,529,750	874,170	-955,294	4,845,656
MOV. PATRIMONIAL NETO	0	0	-2,593,021	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-2,593,021
PASIVOS FINANCIEROS (NETO)	6,560,236	-2,399,032	339,208	1,316,805	-1,571,947	-1,054,662	-4,488,965	-923,839	2,123,016	-1,529,750	-874,170	1,155,294	-1,347,805



**PROYECCION ESTADOS FINANCIEROS CON EMISION DE OBLIGACIONES AÑO 1**

BALANCE GENERAL PRESUPUESTO	AÑO 1												
	AÑO 0	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE
<b>ACTIVO</b>	<b>58,031,170</b>	<b>54,668,116</b>	<b>53,660,533</b>	<b>51,424,513</b>	<b>51,407,897</b>	<b>52,869,316</b>	<b>48,094,093</b>	<b>44,015,317</b>	<b>47,188,337</b>	<b>50,410,319</b>	<b>49,694,343</b>	<b>49,538,536</b>	<b>54,305,421</b>
Efectivo	95,170	1,000,000	1,000,000	1,500,000	1,500,000	1,800,000	1,400,000	800,000	800,000	800,000	800,000	800,000	1,000,000
Acciones en otras Compañías	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860
<b>CUENTAS POR COBRAR</b>	<b>42,111,906</b>	<b>42,087,868</b>	<b>39,197,065</b>	<b>36,603,519</b>	<b>36,252,213</b>	<b>39,389,104</b>	<b>34,926,367</b>	<b>30,622,032</b>	<b>31,029,190</b>	<b>29,994,211</b>	<b>30,156,897</b>	<b>32,653,280</b>	<b>43,263,494</b>
Cuentas por cobrar Usuarios	17,295,448	13,428,452	13,801,232	14,226,936	14,652,355	16,943,379	16,960,374	16,610,324	16,245,310	15,602,161	14,901,075	14,553,606	19,525,304
Reserva Incobrables Usuarios	-422,166	-434,077	-444,202	-455,703	-468,445	-494,387	-507,816	-520,514	-534,135	-546,956	-560,291	-576,777	-617,682
Cuentas por cobrar Mayoreo	23,638,499	27,032,577	24,527,415	21,534,292	20,735,292	21,363,223	16,892,130	13,198,686	13,992,914	13,620,694	14,515,185	17,327,571	22,535,754
Reserva Incobrables Mayoreo	-1,068,464	-1,077,388	-1,085,453	-1,092,634	-1,105,094	-1,123,256	-1,130,925	-1,138,767	-1,150,691	-1,159,685	-1,171,881	-1,190,455	-1,219,470
Otras cuentas por Cobrar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tarjetas de credito	744,195	1,140,088	399,857	392,412	439,888	701,928	714,388	474,086	477,576	479,781	474,591	541,119	1,041,373
Empleados	76,176	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
Varios Deudores	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216
<b>INVENTARIOS TOTAL</b>	<b>14,288,678</b>	<b>9,625,943</b>	<b>11,520,274</b>	<b>11,738,912</b>	<b>12,084,713</b>	<b>10,120,352</b>	<b>10,218,977</b>	<b>11,055,648</b>	<b>13,832,620</b>	<b>18,100,692</b>	<b>17,233,142</b>	<b>14,592,063</b>	<b>8,559,844</b>
<b>ACTIVO FIJO</b>	<b>1,527,556</b>	<b>1,516,445</b>	<b>1,505,333</b>	<b>1,144,222</b>	<b>1,133,111</b>	<b>1,122,000</b>	<b>1,110,889</b>	<b>1,099,778</b>	<b>1,088,667</b>	<b>1,077,556</b>	<b>1,066,445</b>	<b>1,055,333</b>	<b>1,044,222</b>
Propiedades y Terrenos	1,147,487	1,136,376	1,125,265	764,153	753,042	741,931	730,820	719,709	708,598	697,487	686,376	675,265	664,153
Revalorizaciones	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069
OTROS ACTIVOS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>PASIVO</b>	<b>38,074,790</b>	<b>34,511,080</b>	<b>33,402,330</b>	<b>33,620,325</b>	<b>33,332,331</b>	<b>33,872,972</b>	<b>28,850,686</b>	<b>24,559,440</b>	<b>27,359,720</b>	<b>30,350,218</b>	<b>29,317,503</b>	<b>28,630,348</b>	<b>31,902,180</b>
<b>OPERACIONAL</b>	<b>22,346,022</b>	<b>12,222,076</b>	<b>13,512,358</b>	<b>13,391,145</b>	<b>11,786,346</b>	<b>13,898,933</b>	<b>9,931,309</b>	<b>10,134,986</b>	<b>13,865,107</b>	<b>14,738,636</b>	<b>15,244,146</b>	<b>15,439,698</b>	<b>17,564,837</b>
Proveedores	16,833,171	7,276,270	8,509,025	8,308,770	10,314,365	11,870,374	7,781,262	7,862,123	11,380,294	12,122,195	12,447,598	12,341,011	13,616,022
Otras cuentas por Pagar	1,101,820	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000
Retenciones al personal	-7,950	22,000	22,000	22,000	22,000	55,000	36,000	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000
Otros Impuestos por pagar	2,513,000	2,579,885	2,613,607	2,659,943	237,402	544,328	626,683	697,506	821,753	898,914	1,004,494	1,181,610	1,679,961
Varios acreedores	654,273	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000
Participacion empleados	1,251,708	1,298,921	1,322,725	1,355,432	1,675,578	384,232	442,364	492,357	580,061	634,528	709,054	834,077	1,185,855
<b>FINANCIERO</b>	<b>15,140,036</b>	<b>21,700,272</b>	<b>19,301,241</b>	<b>19,640,449</b>	<b>20,957,254</b>	<b>19,385,307</b>	<b>18,330,645</b>	<b>13,835,723</b>	<b>12,905,881</b>	<b>15,022,851</b>	<b>13,484,626</b>	<b>12,601,918</b>	<b>13,748,611</b>
Corto plazo	15,140,036	21,700,272	19,301,241	19,640,449	20,957,254	19,385,307	13,330,645	8,835,723	7,905,881	8,022,851	6,484,626	5,601,918	7,581,611
Largo plazo	-	-	-	-	-	-	5,000,000	5,000,000	5,000,000	7,000,000	7,000,000	7,000,000	6,167,000
<b>PASIVOS ESPECIALES</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>
<b>PATRIMONIO</b>	<b>19,956,380</b>	<b>20,157,036</b>	<b>20,258,203</b>	<b>17,804,188</b>	<b>18,075,566</b>	<b>18,996,344</b>	<b>19,243,408</b>	<b>19,455,877</b>	<b>19,828,617</b>	<b>20,060,101</b>	<b>20,376,840</b>	<b>20,908,188</b>	<b>22,403,241</b>
CAPITAL SOCIAL	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000
RESERV. REV PATRIMONIO	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092
RESERVA FACULTATIVA	675,246	5,861,288	5,861,288	3,268,267	3,268,267	3,268,267	3,268,267	3,268,267	3,268,267	3,268,267	3,268,267	3,268,267	3,268,267
PERDIDAS DE EJER. ANTERIORES	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
APORTE FUT. CAPITALIZACIONES	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD DEL EJERCICIO	5,186,042	200,656	301,823	440,829	712,207	1,632,985	1,880,048	2,092,518	2,465,258	2,696,742	3,013,481	3,544,829	5,039,882
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>58,031,170</b>	<b>54,668,116</b>	<b>53,660,533</b>	<b>51,424,513</b>	<b>51,407,897</b>	<b>52,869,316</b>	<b>48,094,093</b>	<b>44,015,317</b>	<b>47,188,337</b>	<b>50,410,319</b>	<b>49,694,343</b>	<b>49,538,536</b>	<b>54,305,421</b>

PRESUPUESTO MENSUAL	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE	TOTALES	% / VTAS
<b>AÑO 1</b>														
VENTAS	5,825,968	5,111,994	5,141,239	7,246,401	12,319,369	5,791,956	5,676,327	7,274,920	6,094,467	7,298,238	10,204,157	19,552,444	97,537,481	100.00%
USUARIOS	2,811,957	2,388,308	2,715,886	3,038,119	6,185,486	3,201,840	3,027,838	3,247,700	3,056,806	3,179,508	3,930,998	9,753,037	46,537,484	47.71%
MAYOREO	3,014,011	2,723,686	2,425,353	4,208,282	6,133,882	2,590,116	2,648,490	4,027,221	3,037,662	4,118,730	6,273,159	9,799,406	50,999,998	52.29%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
COSTOS	4,607,345	4,045,551	4,007,802	5,770,326	9,575,455	4,459,676	4,407,329	5,748,060	4,771,103	5,815,696	8,253,458	15,277,120	76,738,920	78.68%
COSTOS USUARIOS	1,896,502	1,613,618	1,830,933	2,027,845	4,128,166	2,137,102	2,021,226	2,168,854	2,042,480	2,123,939	2,626,023	6,512,631	31,129,319	66.89%
COSTOS MAYOREO	2,710,843	2,431,933	2,176,869	3,742,481	5,447,290	2,322,574	2,386,103	3,579,206	2,728,623	3,691,757	5,627,435	8,764,488	45,609,601	89.43%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD BRUTA	1,218,623	1,066,443	1,133,437	1,476,075	2,743,913	1,332,280	1,268,998	1,526,860	1,323,364	1,482,542	1,950,699	4,275,324	20,798,561	21.32%
UTILIDAD BRUTA USUARIOS	915,455	774,690	884,953	1,010,274	2,057,321	1,064,738	1,006,611	1,078,846	1,014,326	1,055,569	1,304,975	3,240,406	15,408,165	33.11%
UTILIDAD BRUTA MAYOREO	303,168	291,753	248,484	465,801	686,593	267,542	262,387	448,015	309,039	426,972	645,724	1,034,918	5,390,397	10.57%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL DE GASTOS DIRECTOS	646,733	638,708	656,716	778,761	1,003,170	674,755	669,956	695,327	710,355	707,550	839,852	1,402,752	9,424,637	19.86%
GASTOS DIRECTOS USUARIOS	501,323	501,685	525,287	603,478	774,127	537,616	533,091	544,914	548,951	549,949	632,789	1,111,880	7,365,091	15.83%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
GASTOS DIRECTOS MAYOREO	145,410	137,024	131,429	175,283	229,044	137,139	136,865	150,413	161,404	157,601	207,064	290,871	2,059,546	4.04%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD DIRECTA TOTAL	571,890	427,735	476,721	697,314	1,740,743	657,525	599,042	831,533	613,009	774,992	1,110,847	2,872,572	11,373,924	11.66%
UTILIDAD DIRECTA USUARIOS	414,132	273,005	359,666	406,796	1,283,194	527,122	473,520	533,931	465,374	505,620	672,187	2,128,526	8,043,074	17.28%
UTILIDAD DIRECTA MAYOREO	157,758	154,730	117,055	290,519	457,549	130,403	125,522	297,602	147,635	269,372	438,660	744,047	3,330,850	6.53%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
INGRESO FINANCIERO	203,506	198,962	191,566	184,639	177,575	181,848	172,157	160,550	148,633	134,696	120,029	107,075	1,981,236	2.03%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.00%
GASTO FINANCIERO	111,910	160,401	142,668	145,176	154,909	143,290	129,536	96,311	89,438	102,702	91,332	84,808	1,452,480	1.49%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
INGRESO FINANCIERO NETO	91,596	38,561	48,898	39,464	22,666	38,559	42,621	64,239	59,195	31,993	28,697	22,267	528,756	0.54%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD ANTES G. GENRALES	663,486	466,296	525,619	736,778	1,763,409	696,084	641,663	895,773	672,204	806,985	1,139,544	2,894,839	11,902,680	12.20%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
GASTOS DE MATRIZ	348,732	307,602	307,571	311,086	319,053	308,533	308,377	311,083	309,092	310,140	306,056	549,658	3,996,984	4.10%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD	314,754	158,694	218,048	425,692	1,444,357	387,551	333,286	584,690	363,112	496,845	833,487	2,345,181	7,905,697	8.11%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
OTROS INGRESOS														0.00%
OTROS GASTOS														0.00%
UTILIDAD ANTES IMPUESTOS	314,754	158,694	218,048	425,692	1,444,357	387,551	333,286	584,690	363,112	496,845	833,487	2,345,181	7,905,697	8.11%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
15% PARTICIPACION EMPLEADOS	47,213	23,804	32,707	63,854	216,654	58,133	49,993	87,704	54,467	74,527	125,023	351,777	1,185,855	1.22%
IMPUESTO RENTA Y ADIC.	66,885	33,722	46,335	90,459	306,926	82,355	70,823	124,247	77,161	105,580	177,116	498,351	1,679,961	1.72%
UTILIDAD NETA	200,656	101,167	139,006	271,378	920,778	247,064	212,470	372,740	231,484	316,739	531,348	1,495,053	5,039,882	5.17%

FLUJO DE CAJA													TOTAL
AÑO 1	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE	AÑO 1
CAJA INICIAL	103,030	1,007,860	1,007,860	1,507,860	1,507,860	1,807,860	1,407,860	807,860	807,860	807,860	807,860	807,860	103,030
INGRESOS DE EFECTIVO	2,465,764	6,601,238	5,550,800	7,143,046	14,609,532	2,006,180	6,052,161	11,165,592	9,233,598	7,938,443	10,519,738	22,931,350	106,217,444
INGRESOS POR ctas. RESULTADOS	6,029,474	5,310,956	5,332,805	7,431,040	12,496,944	5,973,804	5,848,484	7,435,471	6,243,100	7,432,933	10,324,186	19,659,518	99,518,717
INGRESOS OPERATIVOS	-10,123,946	1,290,282	-121,213	-1,604,799	2,112,588	-3,967,624	203,677	3,730,121	873,529	505,509	195,553	2,125,139	-4,781,185
INGRESOS PATRIMONIALES	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
NUEVOS PASIVOS FINANCIEROS	6,560,236	0	339,208	1,316,805	0	0	0	0	2,116,969	0	0	1,146,693	11,479,911
EGRESOS DE EFECTIVO	1,560,935	6,601,238	5,050,800	7,143,046	14,309,532	2,406,180	6,652,161	11,165,592	9,233,598	7,938,443	10,519,738	22,731,350	105,312,614
EGRESOS POR ctas. RESULTADOS	5,828,819	5,209,789	5,193,799	7,159,662	11,576,167	5,726,741	5,636,014	7,062,731	6,011,616	7,116,195	9,792,838	18,164,466	94,478,835
EGRESOS OPERATIVOS	-4,256,773	-996,472	-2,374,909	-5,504	1,172,530	-4,364,112	-3,467,665	3,184,131	3,233,093	-704,865	-144,696	4,577,996	-4,147,245
EGRESOS POR INVERSION	-11,111	-11,111	-361,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-483,333
EGRESOS PATRIMONIALES	0	0	2,593,021	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2,593,021
PAGO DE PASIVOS FINANCIEROS	0	2,399,032	0	0	1,571,947	1,054,662	4,494,923	929,841	0	1,538,224	882,708	0	12,871,336
CAJA FINAL	1,007,860	1,007,860	1,507,860	1,507,860	1,807,860	1,407,860	807,860	807,860	807,860	807,860	807,860	1,007,860	1,007,860
VARIACION DE CAJA	904,830	0	500,000	0	300,000	-400,000	-600,000	0	0	0	0	200,000	904,830
GENERACION NETA DE CAJA	-5,655,406	2,399,032	2,753,813	-1,316,805	1,871,947	654,662	3,894,923	929,841	-2,116,969	1,538,224	882,708	-946,693	4,889,276
MOV. PATRIMONIAL NETO	0	0	-2,593,021	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-2,593,021
PASIVOS FINANCIEROS (NETO)	6,560,236	-2,399,032	339,208	1,316,805	-1,571,947	-1,054,662	-4,494,923	-929,841	2,116,969	-1,538,224	-882,708	1,146,693	-1,391,425

**ANEXO 8**  
**PROYECCION ESTADOS FINANCIEROS STATUS QUO AÑO 2**

BALANCE GENERAL PRESUPUESTO	AÑO 2												
	AÑO 1 DICIEMBRE	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE
<b>ACTIVO</b>	<b>54,305,421</b>	<b>51,471,162</b>	<b>51,254,375</b>	<b>49,572,271</b>	<b>50,073,943</b>	<b>52,075,250</b>	<b>47,613,749</b>	<b>43,871,339</b>	<b>47,182,974</b>	<b>50,469,788</b>	<b>50,062,153</b>	<b>50,184,466</b>	<b>55,598,393</b>
Efectivo	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,500,000	1,500,000	1,800,000	1,400,000	800,000	800,000	800,000	800,000	800,000	1,000,000
Acciones en otras Compañías	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860
<b>CUENTAS POR COBRAR</b>	<b>43,263,494</b>	<b>38,951,932</b>	<b>36,753,307</b>	<b>34,698,479</b>	<b>34,865,865</b>	<b>38,639,418</b>	<b>34,475,198</b>	<b>30,463,763</b>	<b>30,910,666</b>	<b>29,851,618</b>	<b>30,045,655</b>	<b>32,684,148</b>	<b>43,727,270</b>
Cuentas por cobrar Usuarios	19,525,304	13,975,485	14,347,331	14,777,585	15,210,822	17,599,835	17,613,126	17,249,260	16,876,877	16,221,684	15,514,203	15,184,568	20,342,770
Reserva Incobrables Usuarios	-617,682	-630,113	-640,681	-652,685	-665,984	-693,059	-707,075	-720,328	-734,545	-747,925	-761,843	-779,050	-821,742
Cuentas por cobrar Mayoreo	22,535,754	23,687,595	21,868,312	19,410,498	19,121,399	20,278,480	16,109,985	12,734,657	13,576,962	13,193,573	14,127,154	17,062,441	22,498,221
Reserva Incobrables Mayoreo	-1,219,470	-1,228,784	-1,237,201	-1,244,696	-1,257,701	-1,276,657	-1,284,661	-1,292,846	-1,305,291	-1,314,678	-1,327,406	-1,346,792	-1,377,075
Otras cuentas por Cobrar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tarjetas de credito	1,041,373	1,149,533	417,331	409,560	459,112	732,602	745,606	494,804	498,447	500,747	495,331	564,765	1,086,881
Empleados	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
Varios Deudores	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216
<b>INVENTARIOS TOTAL</b>	<b>8,559,844</b>	<b>10,048,259</b>	<b>12,041,207</b>	<b>12,275,043</b>	<b>12,620,440</b>	<b>10,559,305</b>	<b>10,673,135</b>	<b>11,553,271</b>	<b>14,429,114</b>	<b>18,786,088</b>	<b>18,195,526</b>	<b>15,690,458</b>	<b>9,872,374</b>
<b>ACTIVO FIJO</b>	<b>1,044,222</b>	<b>1,033,111</b>	<b>1,022,000</b>	<b>660,889</b>	<b>649,778</b>	<b>638,667</b>	<b>627,556</b>	<b>616,445</b>	<b>605,333</b>	<b>594,222</b>	<b>583,111</b>	<b>572,000</b>	<b>560,889</b>
Propiedades y Terrenos	664,153	663,042	641,931	280,820	269,709	258,598	247,487	236,376	225,265	214,153	203,042	191,931	180,820
Revalorizaciones	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069
OTROS ACTIVOS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>PASIVO</b>	<b>31,929,988</b>	<b>28,931,156</b>	<b>28,628,683</b>	<b>29,327,608</b>	<b>29,557,164</b>	<b>30,596,831</b>	<b>25,880,884</b>	<b>21,920,297</b>	<b>24,836,583</b>	<b>27,872,164</b>	<b>27,117,249</b>	<b>26,658,264</b>	<b>30,281,528</b>
<b>OPERACIONAL</b>	<b>17,549,025</b>	<b>11,587,154</b>	<b>12,925,874</b>	<b>12,790,795</b>	<b>12,167,713</b>	<b>14,339,205</b>	<b>10,239,283</b>	<b>10,455,307</b>	<b>14,322,745</b>	<b>15,191,447</b>	<b>15,894,844</b>	<b>16,238,218</b>	<b>18,712,992</b>
Proveedores	13,616,022	7,576,571	8,866,567	8,660,405	10,732,593	12,324,271	8,098,664	8,188,626	11,831,258	12,557,102	13,063,027	13,075,858	14,532,411
Otras cuentas por Pagar	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000
Retenciones al personal	38,000	22,000	22,000	22,000	22,000	55,000	36,000	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000
Otros Impuestos por pagar	1,670,691	1,725,549	1,754,111	1,795,780	215,794	536,341	621,156	693,882	825,665	909,409	1,025,169	1,218,935	1,815,823
Varios acreedores	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000
Participacion empleados	1,179,311	1,218,034	1,238,196	1,267,610	152,325	378,594	438,463	489,799	582,822	641,936	723,649	860,425	1,281,757
<b>FINANCIERO</b>	<b>13,792,232</b>	<b>16,755,271</b>	<b>15,114,077</b>	<b>15,948,081</b>	<b>16,800,720</b>	<b>15,668,895</b>	<b>15,052,869</b>	<b>10,876,258</b>	<b>9,925,107</b>	<b>12,091,986</b>	<b>10,633,673</b>	<b>9,831,315</b>	<b>10,979,805</b>
Corto plazo	13,792,232	16,755,271	15,114,077	15,948,081	16,800,720	15,668,895	15,052,869	10,876,258	9,925,107	12,091,986	10,633,673	9,831,315	10,979,805
Largo plazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>PASIVOS ESPECIALES</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>
<b>PATRIMONIO</b>	<b>22,375,433</b>	<b>22,540,006</b>	<b>22,625,692</b>	<b>20,244,663</b>	<b>20,516,779</b>	<b>21,478,419</b>	<b>21,732,865</b>	<b>21,951,042</b>	<b>22,346,391</b>	<b>22,597,624</b>	<b>22,944,903</b>	<b>23,526,202</b>	<b>25,316,865</b>
CAPITAL SOCIAL	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000
RESERV. REV PATRIMONIO	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092
RESERVA FACULTATIVA	3,268,267	8,280,341	8,280,341	5,774,304	5,774,304	5,774,304	5,774,304	5,774,304	5,774,304	5,774,304	5,774,304	5,774,304	5,774,304
PERDIDAS DE EJER. ANTERIORES	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
APORTE FUT. CAPITALIZACIONES	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD DEL EJERCICIO	5,012,074	164,573	250,259	375,267	647,383	1,609,023	1,863,469	2,081,646	2,476,994	2,728,228	3,075,507	3,656,806	5,447,469
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>54,305,421</b>	<b>51,471,162</b>	<b>51,254,375</b>	<b>49,572,271</b>	<b>50,073,943</b>	<b>52,075,250</b>	<b>47,613,749</b>	<b>43,871,339</b>	<b>47,182,974</b>	<b>50,469,788</b>	<b>50,062,153</b>	<b>50,184,466</b>	<b>55,598,393</b>

PRESUPUESTO MENSUAL	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE	TOTALES	% / VTAS
<b>Año 2</b>														
<b>VENTAS</b>	6,080,563	5,335,388	5,365,911	7,563,069	12,857,725	6,045,065	5,924,383	7,592,834	6,360,796	7,617,171	10,650,079	20,406,886	101,799,869	100.00%
USUARIOS	2,934,840	2,492,677	2,834,571	3,170,884	6,455,792	3,341,761	3,160,154	3,389,624	3,190,388	3,318,453	4,102,783	10,179,245	48,571,172	47.71%
MAYOREO	3,145,724	2,842,711	2,531,341	4,392,184	6,401,933	2,703,304	2,764,229	4,203,210	3,170,407	4,298,718	6,547,296	10,227,640	53,228,698	52.29%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>COSTOS</b>	4,802,528	4,213,394	4,177,870	6,010,228	9,976,674	4,649,779	4,595,790	5,986,301	4,971,811	6,059,178	8,598,294	15,632,835	79,674,685	78.27%
COSTOS USUARIOS	1,980,035	1,683,200	1,911,828	2,118,151	4,312,470	2,232,297	2,110,983	2,264,269	2,131,180	2,216,727	2,740,659	6,512,631	32,214,430	66.32%
COSTOS MAYOREO	2,822,493	2,530,194	2,266,042	3,892,077	5,664,204	2,417,483	2,484,807	3,722,032	2,840,632	3,842,452	5,857,635	9,120,204	47,460,255	89.16%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	1,278,035	1,121,994	1,188,041	1,552,840	2,881,051	1,395,285	1,328,593	1,606,533	1,388,984	1,557,992	2,051,785	4,774,050	22,125,184	21.73%
UTILIDAD BRUTA USUARIOS	954,804	809,477	922,743	1,052,733	2,143,322	1,109,464	1,049,171	1,125,355	1,059,209	1,101,726	1,362,123	3,666,614	16,356,741	33.68%
UTILIDAD BRUTA MAYOREO	323,231	312,517	265,298	500,107	737,729	285,821	279,422	481,178	329,776	456,266	689,662	1,107,436	5,768,443	10.84%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>TOTAL DE GASTOS DIRECTOS</b>	657,376	649,071	667,783	794,575	1,029,101	686,622	681,644	708,194	723,828	720,797	857,541	1,441,686	9,618,219	19.42%
GASTOS DIRECTOS USUARIOS	508,051	508,495	533,053	614,101	792,322	545,932	541,244	553,622	557,809	558,782	644,422	1,140,980	7,498,812	15.44%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
GASTOS DIRECTOS MAYOREO	149,325	140,576	134,729	180,474	236,779	140,691	140,401	154,573	166,019	162,015	213,119	300,706	2,119,407	3.98%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>UTILIDAD DIRECTA TOTAL</b>	620,659	472,922	520,258	758,265	1,851,951	708,663	646,948	898,339	665,156	837,196	1,194,244	3,332,364	12,506,965	12.29%
UTILIDAD DIRECTA USUARIOS	446,753	300,982	389,689	438,632	1,351,001	563,533	507,927	571,733	501,399	542,944	717,701	2,525,634	8,857,929	18.24%
UTILIDAD DIRECTA MAYOREO	173,906	171,941	130,569	319,633	500,950	145,130	139,021	326,606	163,756	294,252	476,543	806,730	3,649,036	6.86%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>INGRESO FINANCIERO</b>	89,618	94,557	96,615	99,262	101,864	116,397	116,457	114,620	112,562	108,499	103,779	100,953	1,255,183	1.23%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.00%
<b>GASTO FINANCIERO</b>	102,982	125,106	112,852	119,079	125,445	116,994	112,395	81,209	74,107	90,287	79,398	73,407	1,213,262	1.19%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>INGRESO FINANCIERO NETO</b>	-13,364	-30,549	-16,236	-19,817	-23,582	-597	4,062	33,411	38,454	18,212	24,381	27,546	41,921	0.04%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>UTILIDAD ANTES G. GENERALES</b>	607,295	442,374	504,022	738,448	1,828,369	708,066	651,011	931,750	703,610	855,408	1,218,625	3,359,910	12,548,886	12.33%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>GASTOS DE MATRIZ</b>	349,142	307,964	307,930	311,600	319,914	308,935	308,772	311,596	309,518	310,656	306,783	551,026	4,003,836	3.93%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>UTILIDAD</b>	258,153	134,410	196,092	426,848	1,508,455	399,131	342,239	620,154	394,092	544,752	911,841	2,808,883	8,545,050	8.39%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>OTROS INGRESOS</b>														0.00%
<b>OTROS GASTOS</b>														0.00%
<b>UTILIDAD ANTES IMPUESTOS</b>	258,153	134,410	196,092	426,848	1,508,455	399,131	342,239	620,154	394,092	544,752	911,841	2,808,883	8,545,050	8.39%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
15% PARTICIPACION EMPLEADOS	38,723	20,161	29,414	64,027	226,268	59,870	51,336	93,023	59,114	81,713	136,776	421,332	1,281,757	1.26%
IMPUESTO RENTA Y ADIC.	54,858	28,562	41,669	90,705	320,547	84,815	72,726	131,783	83,745	115,760	193,766	596,888	1,815,823	1.78%
<b>UTILIDAD NETA</b>	164,573	85,686	125,008	272,116	961,640	254,446	218,177	395,348	251,234	347,279	581,299	1,790,663	5,447,469	5.35%

FLUJO DE CAJA													TOTAL
AÑO 2	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE	AÑO 2
CAJA INICIAL	1,007,860	1,007,860	1,007,860	1,507,860	1,507,860	1,807,860	1,407,860	807,860	807,860	807,860	807,860	807,860	1,007,860
INGRESOS DE EFECTIVO	3,171,350	6,768,665	6,161,452	7,891,886	15,131,081	2,061,540	6,256,864	11,574,892	9,508,938	8,429,067	11,097,232	24,131,102	112,184,070
INGRESOS POR ctas. RESULTADOS	6,170,181	5,429,945	5,462,527	7,662,330	12,959,589	6,161,462	6,040,840	7,707,455	6,473,357	7,725,670	10,753,858	20,507,838	103,055,052
INGRESOS OPERATIVOS	-5,961,871	1,338,720	-135,079	-623,082	2,171,492	-4,099,922	216,024	3,867,438	868,702	703,398	343,374	2,474,774	1,163,967
INGRESOS PATRIMONIALES	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
NUEVOS PASIVOS FINANCIEROS	2,963,040	0	834,004	852,638	0	0	0	0	2,166,879	0	0	1,148,490	7,965,051
EGRESOS DE EFECTIVO	3,171,350	6,768,665	5,661,452	7,891,886	14,831,081	2,461,540	6,856,864	11,574,892	9,508,938	8,429,067	11,097,232	23,931,102	112,184,070
EGRESOS POR ctas. RESULTADOS	6,005,609	5,344,259	5,337,518	7,390,215	11,997,949	5,907,016	5,822,663	7,312,106	6,222,124	7,378,390	10,172,559	18,717,175	97,607,583
EGRESOS OPERATIVOS	-2,823,148	-205,676	-1,820,992	512,783	1,712,418	-4,050,390	-3,131,299	3,322,746	3,297,925	-396,524	133,425	5,225,038	1,776,306
EGRESOS POR INVERSION	-11,111	-11,111	-361,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-483,333
EGRESOS PATRIMONIALES	0	0	2,506,037	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2,506,037
PAGO DE PASIVOS FINANCIEROS	0	1,641,194	0	0	1,131,825	616,026	4,176,612	951,151	0	1,458,312	802,359	0	10,777,478
CAJA FINAL	1,007,860	1,007,860	1,507,860	1,507,860	1,807,860	1,407,860	807,860	807,860	807,860	807,860	807,860	1,007,860	1,007,860
VARIACION DE CAJA	0	0	500,000	0	300,000	-400,000	-600,000	0	0	0	0	200,000	0
GENERACION NETA DE CAJA	-2,963,040	1,641,194	2,172,033	-852,638	1,431,825	216,026	3,576,612	951,151	-2,166,879	1,458,312	802,359	-948,490	5,318,464
MOV. PATRIMONIAL NETO	0	0	-2,506,037	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-2,506,037
PASIVOS FINANCIEROS (NETO)	2,963,040	-1,641,194	834,004	852,638	-1,131,825	-616,026	-4,176,612	-951,151	2,166,879	-1,458,312	-802,359	1,148,490	-2,812,427

**PROYECCION ESTADOS FINANCIEROS CON EMISION DE OBLIGACIONES AÑO 2**

BALANCE GENERAL PRESUPUESTO	AÑO 2												
	AÑO 1 DICIEMBRE	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE
<b>ACTIVO</b>	<b>54,305,421</b>	<b>51,471,162</b>	<b>51,254,375</b>	<b>49,572,271</b>	<b>50,073,943</b>	<b>52,075,250</b>	<b>47,613,749</b>	<b>43,871,339</b>	<b>47,182,974</b>	<b>50,469,788</b>	<b>50,062,153</b>	<b>50,184,466</b>	<b>55,598,393</b>
Efectivo	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,500,000	1,500,000	1,800,000	1,400,000	800,000	800,000	800,000	800,000	800,000	1,000,000
Acciones en otras Compañías	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860
<b>CUENTAS POR COBRAR</b>	<b>43,263,494</b>	<b>38,951,932</b>	<b>36,753,307</b>	<b>34,698,479</b>	<b>34,865,865</b>	<b>38,639,418</b>	<b>34,475,198</b>	<b>30,463,763</b>	<b>30,910,666</b>	<b>29,851,618</b>	<b>30,045,655</b>	<b>32,684,148</b>	<b>43,727,270</b>
Cuentas por cobrar Usuarios	19,525,304	13,975,485	14,347,331	14,777,585	15,210,822	17,599,835	17,613,126	17,249,260	16,876,877	16,221,684	15,514,203	15,184,568	20,342,770
Reserva Incobrables Usuarios	-617,682	-630,113	-640,681	-652,685	-665,984	-693,059	-707,075	-720,328	-734,545	-747,925	-761,843	-779,050	-821,742
Cuentas por cobrar Mayoreo	22,535,754	23,687,595	21,868,312	19,410,498	19,121,399	20,278,480	16,109,985	12,734,657	13,576,962	13,193,573	14,127,154	17,062,441	22,498,221
Reserva Incobrables Mayoreo	-1,219,470	-1,228,784	-1,237,201	-1,244,696	-1,257,701	-1,276,657	-1,284,661	-1,292,846	-1,305,291	-1,314,678	-1,327,406	-1,346,792	-1,377,075
Otras cuentas por Cobrar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tarjetas de credito	1,041,373	1,149,533	417,331	409,560	459,112	732,602	745,606	494,804	498,447	500,747	495,331	564,765	1,086,881
Empleados	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
Varios Deudores	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216
<b>INVENTARIOS TOTAL</b>	<b>8,559,844</b>	<b>10,048,259</b>	<b>12,041,207</b>	<b>12,275,043</b>	<b>12,620,440</b>	<b>10,559,305</b>	<b>10,673,135</b>	<b>11,553,271</b>	<b>14,429,114</b>	<b>18,786,088</b>	<b>18,195,526</b>	<b>15,690,458</b>	<b>9,872,374</b>
<b>ACTIVO FIJO</b>	<b>1,044,222</b>	<b>1,033,111</b>	<b>1,022,000</b>	<b>660,889</b>	<b>649,778</b>	<b>638,667</b>	<b>627,556</b>	<b>616,445</b>	<b>605,333</b>	<b>594,222</b>	<b>583,111</b>	<b>572,000</b>	<b>560,889</b>
Propiedades y Terrenos	664,153	663,042	641,931	280,820	280,820	258,598	247,487	236,376	225,265	214,153	203,042	191,931	180,820
Revalorizaciones	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069
OTROS ACTIVOS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>PASIVO</b>	<b>31,902,180</b>	<b>28,898,161</b>	<b>28,590,461</b>	<b>29,298,025</b>	<b>29,522,611</b>	<b>30,557,348</b>	<b>25,836,432</b>	<b>21,871,513</b>	<b>24,783,436</b>	<b>27,814,620</b>	<b>27,055,545</b>	<b>26,592,369</b>	<b>30,211,411</b>
<b>OPERACIONAL</b>	<b>17,564,837</b>	<b>11,605,916</b>	<b>12,947,608</b>	<b>12,815,523</b>	<b>12,179,454</b>	<b>14,353,750</b>	<b>10,256,654</b>	<b>10,475,141</b>	<b>14,345,060</b>	<b>15,216,262</b>	<b>15,922,025</b>	<b>16,267,782</b>	<b>18,744,956</b>
Proveedores	13,616,022	7,576,571	8,866,567	8,660,405	10,732,593	12,324,271	8,098,664	8,188,626	11,831,258	12,557,102	13,063,027	13,075,858	14,532,411
Otras cuentas por Pagar	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000
Retenciones al personal	38,000	22,000	22,000	22,000	22,000	55,000	36,000	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000
Otros Impuestos por pagar	1,679,961	1,736,547	1,766,851	1,810,276	222,677	544,868	631,339	705,509	838,746	923,956	1,041,102	1,236,266	1,834,561
Varios acreedores	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000
Participacion empleados	1,185,855	1,225,798	1,247,189	1,277,842	157,184	384,612	445,651	498,006	592,056	652,204	734,896	872,658	1,294,984
<b>FINANCIERO</b>	<b>13,748,611</b>	<b>16,703,514</b>	<b>15,054,122</b>	<b>15,893,770</b>	<b>16,754,426</b>	<b>15,614,866</b>	<b>14,991,047</b>	<b>10,807,641</b>	<b>9,849,644</b>	<b>12,009,626</b>	<b>10,544,789</b>	<b>9,735,856</b>	<b>10,877,723</b>
Corto plazo	7,581,611	10,536,514	8,887,122	10,059,770	10,920,426	9,780,866	9,991,047	5,807,641	4,849,644	7,343,626	5,878,789	5,069,856	7,044,723
Largo plazo	6,167,000	6,167,000	6,167,000	5,834,000	5,834,000	5,834,000	5,000,000	5,000,000	4,666,000	4,666,000	4,666,000	4,666,000	3,833,000
<b>PASIVOS ESPECIALES</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>
<b>PATRIMONIO</b>	<b>22,403,241</b>	<b>22,573,001</b>	<b>22,663,914</b>	<b>20,274,246</b>	<b>20,551,331</b>	<b>21,517,903</b>	<b>21,777,317</b>	<b>21,999,826</b>	<b>22,399,538</b>	<b>22,655,168</b>	<b>23,006,608</b>	<b>23,592,097</b>	<b>25,386,983</b>
CAPITAL SOCIAL	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000
RESERV. REV PATRIMONIO	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092
RESERVA FACULTATIVA	3,268,267	8,308,149	8,308,149	5,788,208	5,788,208	5,788,208	5,788,208	5,788,208	5,788,208	5,788,208	5,788,208	5,788,208	5,788,208
PERDIDAS DE EJER. ANTERIORES	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
APORTE FUT. CAPITALIZACIONES	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD DEL EJERCICIO	5,039,882	169,760	260,673	390,946	668,031	1,634,603	1,894,017	2,116,526	2,516,238	2,771,868	3,123,307	3,708,797	5,503,683
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>54,305,421</b>	<b>51,471,162</b>	<b>51,254,375</b>	<b>49,572,271</b>	<b>50,073,943</b>	<b>52,075,250</b>	<b>47,613,749</b>	<b>43,871,339</b>	<b>47,182,974</b>	<b>50,469,788</b>	<b>50,062,153</b>	<b>50,184,466</b>	<b>55,598,393</b>

PRESUPUESTO MENSUAL	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE	TOTALES	%/ VTAS
<b>Año 2</b>														
VENTAS	6,080,563	5,335,388	5,365,911	7,563,069	12,857,725	6,045,065	5,924,383	7,592,834	6,360,796	7,617,171	10,650,079	20,406,886	101,799,869	100.00%
USUARIOS	2,934,840	2,492,677	2,834,571	3,170,884	6,455,792	3,341,761	3,160,154	3,389,624	3,190,388	3,318,453	4,102,783	10,179,245	48,571,172	47.71%
MAYOREO	3,145,724	2,842,711	2,531,341	4,392,184	6,401,933	2,703,304	2,764,229	4,203,210	3,170,407	4,298,718	6,547,296	10,227,640	53,228,698	52.29%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
COSTOS	4,802,528	4,213,394	4,177,870	6,010,228	9,976,674	4,649,779	4,595,790	5,986,301	4,971,811	6,059,178	8,598,294	15,632,835	79,674,685	78.27%
COSTOS USUARIOS	1,980,035	1,683,200	1,911,828	2,118,151	4,312,470	2,232,297	2,110,983	2,264,269	2,131,180	2,216,727	2,740,659	6,512,631	32,214,430	66.32%
COSTOS MAYOREO	2,822,493	2,530,194	2,266,042	3,892,077	5,664,204	2,417,483	2,484,807	3,722,032	2,840,632	3,842,452	5,857,635	9,120,204	47,460,255	89.16%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD BRUTA	1,278,035	1,121,994	1,188,041	1,552,840	2,881,051	1,395,285	1,328,593	1,606,533	1,388,984	1,557,992	2,051,785	4,774,050	22,125,184	21.73%
UTILIDAD BRUTA USUARIOS	954,804	809,477	922,743	1,052,733	2,143,322	1,109,464	1,049,171	1,125,355	1,059,209	1,101,726	1,362,123	3,666,614	16,356,741	33.68%
UTILIDAD BRUTA MAYOREO	323,231	312,517	265,298	500,107	737,729	285,821	279,422	481,178	329,776	456,266	689,662	1,107,436	5,768,443	10.84%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL DE GASTOS DIRECTOS	657,376	649,071	667,783	794,575	1,029,101	686,622	681,644	708,194	723,828	720,797	857,541	1,441,686	9,618,219	19.42%
GASTOS DIRECTOS USUARIOS	508,051	508,495	533,053	614,101	792,322	545,932	541,244	553,622	557,809	558,782	644,422	1,140,980	7,498,812	15.44%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
GASTOS DIRECTOS MAYOREO	149,325	140,576	134,729	180,474	236,779	140,691	140,401	154,573	166,019	162,015	213,119	300,706	2,119,407	3.98%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD DIRECTA TOTAL	620,659	472,922	520,258	758,265	1,851,951	708,663	646,948	898,339	665,156	837,196	1,194,244	3,332,364	12,506,965	12.29%
UTILIDAD DIRECTA USUARIOS	446,753	300,982	389,689	438,632	1,351,001	563,533	507,927	571,733	501,399	542,944	717,701	2,525,634	8,857,929	18.24%
UTILIDAD DIRECTA MAYOREO	173,906	171,941	130,569	319,633	500,950	145,130	139,021	326,606	163,756	294,252	476,543	806,730	3,649,036	6.86%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
INGRESO FINANCIERO	89,618	94,557	96,615	99,262	101,864	116,397	116,457	114,620	112,562	108,499	103,779	100,953	1,255,183	1.23%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.00%
GASTO FINANCIERO	94,845	116,908	104,593	111,284	117,710	109,201	105,600	74,364	67,211	83,762	72,824	66,784	1,125,084	1.11%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
INGRESO FINANCIERO NETO	-5,227	-22,351	-7,977	-12,022	-15,846	7,196	10,857	40,257	45,351	24,737	30,955	34,169	130,099	0.13%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD ANTES G. GENERALES	615,432	450,572	512,281	746,243	1,836,104	715,859	657,806	938,596	710,507	861,933	1,225,199	3,366,533	12,637,064	12.41%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
GASTOS DE MATRIZ	349,142	307,964	307,930	311,600	319,914	308,935	308,772	311,596	309,518	310,656	306,783	551,026	4,003,836	3.93%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD	266,290	142,608	204,351	434,643	1,516,190	406,924	349,034	627,000	400,989	551,277	918,415	2,815,506	8,633,228	8.48%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
OTROS INGRESOS														0.00%
OTROS GASTOS														0.00%
UTILIDAD ANTES IMPUESTOS	266,290	142,608	204,351	434,643	1,516,190	406,924	349,034	627,000	400,989	551,277	918,415	2,815,506	8,633,228	8.48%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
15% PARTICIPACION EMPLEADOS	39,944	21,391	30,653	65,197	227,429	61,039	52,355	94,050	60,148	82,692	137,762	422,326	1,294,984	1.27%
IMPUESTO RENTA Y ADIC.	56,587	30,304	43,425	92,362	322,190	86,471	74,170	133,237	85,210	117,146	195,163	598,295	1,834,561	1.80%
UTILIDAD NETA	169,760	90,913	130,274	277,085	966,571	259,414	222,509	399,712	255,630	351,439	585,490	1,794,885	5,503,683	5.41%



FLUJO DE CAJA													TOTAL
AÑO 2	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE	AÑO 2
CAJA INICIAL	1,007,860	1,007,860	1,007,860	1,507,860	1,507,860	1,807,860	1,407,860	807,860	807,860	807,860	807,860	807,860	1,007,860
INGRESOS DE EFECTIVO	3,166,162	6,771,637	6,170,091	7,886,917	15,133,885	2,064,365	6,259,327	11,577,374	9,504,541	8,431,432	11,099,615	24,126,880	112,192,227
INGRESOS POR ctas. RESULTA	6,170,181	5,429,945	5,462,527	7,662,330	12,959,589	6,161,462	6,040,840	7,707,455	6,473,357	7,725,670	10,753,858	20,507,838	103,055,052
INGRESOS OPERATIVOS	-5,958,921	1,341,692	-132,085	-636,069	2,174,296	-4,097,097	218,487	3,869,919	871,202	705,763	345,757	2,477,175	1,180,119
INGRESOS PATRIMONIALES	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
NUEVOS PASIVOS FINANCIER	2,954,902	0	839,649	860,656	0	0	0	0	2,159,982	0	0	1,141,867	7,957,056
EGRESOS DE EFECTIVO	3,166,162	6,771,637	5,670,091	7,886,917	14,833,885	2,464,365	6,859,327	11,577,374	9,504,541	8,431,432	11,099,615	23,926,880	112,192,227
EGRESOS POR ctas. RESULTA	6,000,421	5,339,033	5,332,253	7,385,245	11,993,018	5,902,048	5,818,331	7,307,742	6,217,727	7,374,230	10,168,368	18,712,953	97,551,370
EGRESOS OPERATIVOS	-2,823,148	-205,676	-1,820,992	512,783	1,712,418	-4,050,390	-3,131,299	3,322,746	3,297,925	-396,524	133,425	5,225,038	1,776,306
EGRESOS POR INVERSION	-11,111	-11,111	-361,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-483,333
EGRESOS PATRIMONIALES	0	0	2,519,941	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2,519,941
PAGO DE PASIVOS FINANCIER	0	1,649,392	0	0	1,139,560	623,819	4,183,406	957,997	0	1,464,837	808,933	0	10,827,944
CAJA FINAL	1,007,860	1,007,860	1,507,860	1,507,860	1,807,860	1,407,860	807,860	807,860	807,860	807,860	807,860	1,007,860	1,007,860
VARIACION DE CAJA	0	0	500,000	0	300,000	-400,000	-600,000	0	0	0	0	200,000	0
GENERACION NETA DE CAJA	-2,954,902	1,649,392	2,180,292	-860,656	1,439,560	223,819	3,583,406	957,997	-2,159,982	1,464,837	808,933	-941,867	5,390,829
MOV. PATRIMONIAL NETO	0	0	-2,519,941	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-2,519,941
PASIVOS FINANCIEROS (NETO)	2,954,902	-1,649,392	839,649	860,656	-1,139,560	-623,819	-4,183,406	-957,997	2,159,982	-1,464,837	-808,933	1,141,867	-2,870,888

**PROYECCION ESTADOS FINANCIEROS STATUS QUO AÑO 3**

BALANCE GENERAL PRESUPUESTO	AÑO 3												
	AÑO 2	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE
<b>ACTIVO</b>	<b>55,598,393</b>	<b>51,750,480</b>	<b>51,632,526</b>	<b>49,956,523</b>	<b>50,509,593</b>	<b>52,619,210</b>	<b>48,074,592</b>	<b>44,268,871</b>	<b>47,708,033</b>	<b>51,228,737</b>	<b>50,781,103</b>	<b>50,880,502</b>	<b>56,243,059</b>
Efectivo	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,500,000	1,500,000	1,800,000	1,400,000	800,000	800,000	800,000	800,000	800,000	1,000,000
Acciones en otras Compañías	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860
<b>CUENTAS POR COBRAR</b>	<b>43,727,270</b>	<b>39,454,742</b>	<b>37,298,329</b>	<b>35,241,065</b>	<b>35,460,453</b>	<b>39,396,934</b>	<b>35,136,448</b>	<b>31,030,886</b>	<b>31,460,141</b>	<b>30,333,034</b>	<b>30,499,007</b>	<b>33,189,027</b>	<b>44,577,010</b>
Cuentas por cobrar Usuarios	20,342,770	14,759,991	15,110,432	15,521,032	15,934,593	18,367,409	18,347,181	17,937,384	17,518,673	16,807,835	16,042,900	15,668,030	20,979,245
Reserva Incobrables Usuarios	-821,742	-834,579	-845,491	-857,886	-871,618	-899,577	-914,049	-927,735	-942,415	-956,231	-970,603	-988,371	-1,032,455
Cuentas por cobrar Mayoreo	22,498,221	23,760,920	21,999,621	19,559,915	19,341,737	20,610,527	16,379,578	12,964,929	13,836,665	13,441,530	14,405,545	17,436,522	23,049,509
Reserva Incobrables Mayoreo	-1,377,075	-1,386,693	-1,395,385	-1,403,124	-1,416,553	-1,436,126	-1,444,391	-1,452,843	-1,465,694	-1,475,387	-1,488,530	-1,508,548	-1,539,819
Otras cuentas por Cobrar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tarjetas de credito	1,086,881	1,156,887	430,936	422,912	474,079	756,485	769,913	510,935	514,696	517,072	511,479	583,177	1,122,313
Empleados	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
Varios Deudores	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216
<b>INVENTARIOS TOTAL</b>	<b>9,872,374</b>	<b>10,308,100</b>	<b>12,357,670</b>	<b>12,600,042</b>	<b>12,944,835</b>	<b>10,956,062</b>	<b>10,956,062</b>	<b>11,867,013</b>	<b>14,888,031</b>	<b>19,546,955</b>	<b>18,944,458</b>	<b>16,364,949</b>	<b>10,150,634</b>
<b>ACTIVO FIJO</b>	<b>560,889</b>	<b>549,778</b>	<b>538,667</b>	<b>177,556</b>	<b>166,445</b>	<b>155,333</b>	<b>144,222</b>	<b>133,111</b>	<b>122,000</b>	<b>110,889</b>	<b>99,778</b>	<b>88,667</b>	<b>77,556</b>
Propiedades y Terrenos	180,820	169,709	158,598	-202,513	-213,624	-224,735	-235,847	-246,958	-258,069	-269,180	-280,291	-291,402	-302,513
Revalorizaciones	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069
OTROS ACTIVOS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>PASIVO</b>	<b>30,281,528</b>	<b>26,228,738</b>	<b>25,987,348</b>	<b>26,868,820</b>	<b>27,107,261</b>	<b>28,186,520</b>	<b>23,342,722</b>	<b>19,275,077</b>	<b>22,274,113</b>	<b>25,499,167</b>	<b>24,658,899</b>	<b>24,123,834</b>	<b>27,773,761</b>
<b>OPERACIONAL</b>	<b>18,712,992</b>	<b>12,078,603</b>	<b>13,476,256</b>	<b>13,353,721</b>	<b>12,577,717</b>	<b>14,850,204</b>	<b>10,630,021</b>	<b>10,873,020</b>	<b>14,922,112</b>	<b>15,914,954</b>	<b>16,669,235</b>	<b>17,049,571</b>	<b>19,510,974</b>
Proveedores	14,532,411	7,797,524	9,124,989	8,907,913	11,050,583	12,704,181	8,332,875	8,424,937	12,223,761	13,048,488	13,579,507	13,599,070	15,086,624
Otras cuentas por Pagar	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000
Retenciones al personal	38,000	22,000	22,000	22,000	22,000	55,000	36,000	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000
Otros Impuestos por pagar	1,815,823	1,884,115	1,925,260	1,980,680	269,734	613,186	712,913	800,221	946,930	1,045,480	1,176,358	1,387,846	1,958,722
Varios acreedores	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000
Participacion empleados	1,281,757	1,329,964	1,359,007	1,398,127	190,400	432,837	503,233	564,862	668,421	737,986	830,370	979,656	1,382,628
<b>FINANCIERO</b>	<b>10,979,805</b>	<b>13,561,403</b>	<b>11,922,361</b>	<b>12,926,368</b>	<b>13,940,812</b>	<b>12,747,585</b>	<b>12,123,970</b>	<b>7,813,326</b>	<b>6,763,269</b>	<b>8,995,481</b>	<b>7,400,933</b>	<b>6,485,531</b>	<b>7,674,056</b>
Corto plazo	10,979,805	13,561,403	11,922,361	12,926,368	13,940,812	12,747,585	12,123,970	7,813,326	6,763,269	8,995,481	7,400,933	6,485,531	7,674,056
Largo plazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>PASIVOS ESPECIALES</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>
<b>PATRIMONIO</b>	<b>25,316,865</b>	<b>25,521,742</b>	<b>25,645,177</b>	<b>23,087,703</b>	<b>23,402,332</b>	<b>24,432,689</b>	<b>24,731,869</b>	<b>24,993,794</b>	<b>25,433,920</b>	<b>25,729,571</b>	<b>26,122,204</b>	<b>26,756,668</b>	<b>28,469,298</b>
CAPITAL SOCIAL	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000
RESERV. REV PATRIMONIO	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092
RESERVA FACULTATIVA	5,774,304	11,221,773	11,221,773	8,498,039	8,498,039	8,498,039	8,498,039	8,498,039	8,498,039	8,498,039	8,498,039	8,498,039	8,498,039
PERDIDAS DE EJER. ANTERIORES	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
APORTE FUT. CAPITALIZACIONES	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD DEL EJERCICIO	5,447,469	204,877	328,312	494,572	809,201	1,839,559	2,138,739	2,400,663	2,840,789	3,136,440	3,529,073	4,163,537	5,876,167
RESERVA PARA CARTERA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
RESERVA PARA INVENTARIOS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
RES. GTO. COBRANZA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
DONACION	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>55,598,393</b>	<b>51,750,480</b>	<b>51,632,526</b>	<b>49,956,523</b>	<b>50,509,593</b>	<b>52,619,210</b>	<b>48,074,592</b>	<b>44,268,871</b>	<b>47,708,033</b>	<b>51,228,737</b>	<b>50,781,103</b>	<b>50,880,502</b>	<b>56,243,059</b>

PRESUPUESTO MENSUAL	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE	TOTALES	% / VTAS
<b>Año 3</b>														
VENTAS	6,278,790	5,509,322	5,540,840	7,809,625	13,276,887	6,242,134	6,117,518	7,840,361	6,568,158	7,865,491	10,997,271	21,072,150	105,118,545	100.00%
USUARIOS	3,030,515	2,573,938	2,926,978	3,274,255	6,666,251	3,450,702	3,263,175	3,500,126	3,294,395	3,426,634	4,236,533	10,511,089	50,154,592	47.71%
MAYOREO	3,248,274	2,935,384	2,613,863	4,535,369	6,610,636	2,791,432	2,854,342	4,340,235	3,273,763	4,438,856	6,760,738	10,561,062	54,963,953	52.29%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
COSTOS	4,953,186	4,348,026	4,307,724	6,206,724	10,295,550	4,793,575	4,737,567	6,180,685	5,127,432	6,253,202	8,876,919	16,422,674	82,503,264	78.49%
COSTOS USUARIOS	2,031,644	1,727,072	1,961,659	2,173,360	4,424,872	2,290,480	2,166,005	2,323,286	2,186,728	2,274,505	2,812,093	6,976,969	33,348,674	66.49%
COSTOS MAYOREO	2,921,542	2,620,954	2,346,065	4,033,364	5,870,678	2,503,095	2,571,562	3,857,398	2,940,704	3,978,698	6,064,825	9,445,705	49,154,590	89.43%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD BRUTA	1,325,603	1,161,296	1,233,116	1,602,901	2,981,337	1,448,558	1,379,951	1,659,676	1,440,726	1,612,288	2,120,353	4,649,476	22,615,281	21.51%
UTILIDAD BRUTA USUARIOS	998,871	846,866	965,319	1,100,895	2,241,379	1,160,222	1,097,170	1,176,940	1,107,667	1,152,130	1,424,440	3,534,120	16,805,918	33.51%
UTILIDAD BRUTA MAYOREO	326,732	314,430	267,797	502,006	739,958	288,337	282,781	482,837	333,059	460,159	695,913	1,115,357	5,809,363	10.57%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL DE GASTOS DIRECTOS	665,952	656,273	675,290	803,673	1,045,809	695,188	689,846	717,473	732,962	730,166	869,595	1,466,597	9,748,822	19.06%
GASTOS DIRECTOS USUARIOS	513,628	512,987	538,033	619,255	803,157	551,779	546,731	559,757	563,400	564,790	651,872	1,158,427	7,583,816	15.12%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
GASTOS DIRECTOS MAYOREO	152,324	143,286	137,257	184,418	242,652	143,410	143,115	157,715	169,561	165,376	217,722	308,169	2,165,006	3.94%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD DIRECTA TOTAL	659,651	505,023	557,826	799,228	1,935,527	753,370	690,105	942,204	707,764	882,123	1,250,758	3,182,880	12,866,459	12.24%
UTILIDAD DIRECTA USUARIOS	485,244	333,879	427,286	481,640	1,438,222	608,443	550,439	617,082	544,267	587,340	772,568	2,375,693	9,222,102	18.39%
UTILIDAD DIRECTA MAYOREO	174,408	171,144	130,541	317,588	497,306	144,927	139,666	325,121	163,497	294,783	478,190	807,187	3,644,357	6.63%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
INGRESO FINANCIERO	93,534	98,556	100,602	103,255	105,861	120,787	120,766	118,786	116,576	112,296	107,336	104,331	1,302,686	1.24%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.00%
GASTO FINANCIERO	82,349	101,711	89,418	96,948	104,556	95,607	90,930	58,600	50,725	67,466	55,507	48,641	942,456	0.90%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
INGRESO FINANCIERO NETO	11,186	-3,155	11,184	6,307	1,305	25,180	29,836	60,186	65,852	44,830	51,829	55,690	360,230	0.34%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD ANTES G. GENRALES	670,837	501,868	569,011	805,535	1,936,832	778,550	719,941	1,002,390	773,616	926,952	1,302,588	3,238,570	13,226,689	12.58%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
GASTOS DE MATRIZ	349,462	308,245	308,211	311,999	320,585	309,248	309,080	311,995	309,850	311,057	307,349	552,092	4,009,172	3.81%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD	321,375	193,624	260,800	493,536	1,616,247	469,302	410,862	690,394	463,766	615,895	995,239	2,686,478	9,217,517	8.77%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
OTROS INGRESOS														0.00%
OTROS GASTOS														0.00%
UTILIDAD ANTES IMPUESTOS	321,375	193,624	260,800	493,536	1,616,247	469,302	410,862	690,394	463,766	615,895	995,239	2,686,478	9,217,517	8.77%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
15% PARTICIPACION EMPLEADOS	48,206	29,044	39,120	74,030	242,437	70,395	61,629	103,559	69,565	92,384	149,286	402,972	1,382,628	1.32%
IMPUESTO RENTA Y ADIC.	68,292	41,145	55,420	104,876	343,453	99,727	87,308	146,709	98,550	130,878	211,488	570,877	1,958,722	1.86%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD NETA	204,877	123,435	166,260	314,629	1,030,358	299,180	261,924	440,126	295,651	392,633	634,465	1,712,630	5,876,167	5.59%

FLUJO DE CAJA													TOTAL
AÑO 3	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE	AÑO 3
CAJA INICIAL	1,007,860	1,007,860	1,007,860	1,507,860	1,507,860	1,807,860	1,407,860	807,860	807,860	807,860	807,860	807,860	1,007,860
INGRESOS DE EFECTIVO	2,319,534	7,005,531	6,522,914	8,151,320	15,655,235	2,142,737	6,481,283	12,008,239	9,909,788	8,732,067	11,484,944	24,826,409	115,240,000
INGRESOS POR ctas. RESULTADOS	6,372,324	5,607,878	5,641,442	7,912,879	13,382,748	6,362,920	6,238,284	7,959,147	6,684,734	7,977,786	11,104,608	21,176,481	106,421,231
INGRESOS OPERATIVOS	-6,634,388	1,397,653	-122,535	-776,004	2,272,487	-4,220,184	242,999	4,049,092	992,842	754,281	380,337	2,461,403	797,982
INGRESOS PATRIMONIALES	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
NUEVOS PASIVOS FINANCIEROS	2,581,598	0	1,004,007	1,014,445	0	0	0	0	2,232,212	0	0	1,188,525	8,020,787
EGRESOS DE EFECTIVO	2,319,534	7,005,531	6,022,914	8,151,320	15,355,235	2,542,737	7,081,283	12,008,239	9,909,788	8,732,067	11,484,944	24,626,409	115,240,000
EGRESOS POR ctas. RESULTADOS	6,167,447	5,484,443	5,475,182	7,598,250	12,352,390	6,063,740	5,976,359	7,519,020	6,389,083	7,585,153	10,470,143	19,463,852	100,545,064
EGRESOS OPERATIVOS	-3,836,802	-106,843	-1,814,892	564,181	1,820,728	-4,133,507	-3,194,610	3,450,273	3,531,816	-436,524	110,511	5,173,668	1,127,999
EGRESOS POR INVERSION	-11,111	-11,111	-361,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-483,333
EGRESOS PATRIMONIALES	0	0	2,723,735	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2,723,735
PAGO DE PASIVOS FINANCIEROS	0	1,639,042	0	0	1,193,228	623,615	4,310,644	1,050,057	0	1,594,549	915,402	0	11,326,536
CAJA FINAL	1,007,860	1,007,860	1,507,860	1,507,860	1,807,860	1,407,860	807,860	807,860	807,860	807,860	807,860	1,007,860	1,007,860
VARIACION DE CAJA	0	0	500,000	0	300,000	-400,000	-600,000	0	0	0	0	200,000	0
GENERACION NETA DE CAJA	-2,581,598	1,639,042	2,219,727	-1,014,445	1,493,228	223,615	3,710,644	1,050,057	-2,232,212	1,594,549	915,402	-988,525	6,029,483
MOV. PATRIMONIAL NETO	0	0	-2,723,735	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-2,723,735
PASIVOS FINANCIEROS (NETO)	2,581,598	-1,639,042	1,004,007	1,014,445	-1,193,228	-623,615	-4,310,644	-1,050,057	2,232,212	-1,594,549	-915,402	1,188,525	-3,305,749

**PROYECCION ESTADOS FINANCIEROS CON EMISION DE OBLIGACIONES AÑO 3**

BALANCE GENERAL PRESUPUESTO	AÑO 3												
	AÑO 2 DICIEMBRE	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE
<b>ACTIVO</b>	<b>55,598,393</b>	<b>51,750,480</b>	<b>51,632,526</b>	<b>49,956,523</b>	<b>50,509,593</b>	<b>52,619,210</b>	<b>48,074,592</b>	<b>44,268,871</b>	<b>47,708,033</b>	<b>51,228,737</b>	<b>50,781,103</b>	<b>50,880,502</b>	<b>56,243,059</b>
Efectivo	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,500,000	1,500,000	1,800,000	1,400,000	800,000	800,000	800,000	800,000	800,000	1,000,000
Acciones en otras Compañías	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860
<b>CUENTAS POR COBRAR</b>	<b>43,727,270</b>	<b>39,454,742</b>	<b>37,298,329</b>	<b>35,241,065</b>	<b>35,460,453</b>	<b>39,396,934</b>	<b>35,136,448</b>	<b>31,030,886</b>	<b>31,460,141</b>	<b>30,333,034</b>	<b>30,499,007</b>	<b>33,189,027</b>	<b>44,577,010</b>
Cuentas por cobrar Usuarios	20,342,770	14,759,991	15,110,432	15,521,032	15,934,593	18,367,409	18,347,181	17,937,384	17,518,673	16,807,835	16,042,900	15,668,030	20,979,245
Resena Incobrables Usuarios	-821,742	-834,579	-845,491	-857,886	-871,618	-899,577	-914,049	-927,735	-942,415	-956,231	-970,603	-988,371	-1,032,455
Cuentas por cobrar Mayoreo	22,498,221	23,760,920	21,999,621	19,559,915	19,341,737	20,610,527	16,379,578	12,964,929	13,836,665	13,441,530	14,405,545	17,436,522	23,049,509
Resena Incobrables Mayoreo	-1,377,075	-1,386,693	-1,395,385	-1,403,124	-1,416,553	-1,436,126	-1,444,391	-1,452,843	-1,465,694	-1,475,387	-1,488,530	-1,508,548	-1,539,819
Otras cuentas por Cobrar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tarjetas de credito	1,086,881	1,156,887	430,936	422,912	474,079	756,485	769,913	510,935	514,696	517,072	511,479	583,177	1,122,313
Empleados	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
Varios Deudores	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216
<b>INVENTARIOS TOTAL</b>	<b>9,872,374</b>	<b>10,308,100</b>	<b>12,357,670</b>	<b>12,600,042</b>	<b>12,944,835</b>	<b>10,829,082</b>	<b>10,956,062</b>	<b>11,867,013</b>	<b>14,888,031</b>	<b>19,546,955</b>	<b>18,944,458</b>	<b>16,364,949</b>	<b>10,150,634</b>
<b>ACTIVO FIJO</b>	<b>560,889</b>	<b>549,778</b>	<b>538,667</b>	<b>177,556</b>	<b>166,445</b>	<b>155,333</b>	<b>144,222</b>	<b>133,111</b>	<b>122,000</b>	<b>110,889</b>	<b>99,778</b>	<b>88,667</b>	<b>77,556</b>
Propiedades y Terrenos	180,820	169,709	158,598	-202,513	-213,624	-224,735	-235,847	-246,958	-258,069	-269,180	-280,291	-291,402	-302,513
Revalorizaciones	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069
OTROS ACTIVOS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>PASIVO</b>	<b>30,211,411</b>	<b>26,154,956</b>	<b>25,909,874</b>	<b>26,815,733</b>	<b>27,050,836</b>	<b>28,126,886</b>	<b>23,279,854</b>	<b>19,209,642</b>	<b>22,206,090</b>	<b>25,428,538</b>	<b>24,585,921</b>	<b>24,048,488</b>	<b>27,696,030</b>
<b>OPERACIONAL</b>	<b>18,744,956</b>	<b>12,112,652</b>	<b>13,512,404</b>	<b>13,391,984</b>	<b>12,585,913</b>	<b>14,860,225</b>	<b>10,641,881</b>	<b>10,886,340</b>	<b>14,936,903</b>	<b>15,931,227</b>	<b>16,686,844</b>	<b>17,068,527</b>	<b>19,531,286</b>
Proveedores	14,532,411	7,797,524	9,124,989	8,907,913	11,050,583	12,704,181	8,332,875	8,424,937	12,223,761	13,048,488	13,579,507	13,599,070	15,086,624
Otras cuentas por Pagar	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000
Retenciones al personal	38,000	22,000	22,000	22,000	22,000	55,000	36,000	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000
Otros Impuestos por pagar	1,834,561	1,904,075	1,946,450	2,003,110	274,538	619,061	719,865	808,029	955,600	1,055,019	1,186,680	1,398,958	1,970,629
Varios acreedores	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000
Participacion empleados	1,294,984	1,344,053	1,373,965	1,413,960	193,792	436,984	508,140	570,374	674,541	744,719	837,657	987,499	1,391,032
<b>FINANCIERO</b>	<b>10,877,723</b>	<b>13,453,573</b>	<b>11,808,739</b>	<b>12,835,017</b>	<b>13,876,192</b>	<b>12,677,929</b>	<b>12,049,242</b>	<b>7,734,571</b>	<b>6,680,456</b>	<b>8,908,580</b>	<b>7,310,345</b>	<b>6,391,230</b>	<b>7,576,013</b>
Corto plazo	7,044,723	9,620,573	7,975,739	9,335,017	10,376,192	9,177,929	9,382,242	5,067,571	4,013,456	6,574,580	4,976,345	4,057,230	6,076,013
Largo plazo	3,833,000	3,833,000	3,833,000	3,500,000	3,500,000	3,500,000	2,667,000	2,667,000	2,667,000	2,334,000	2,334,000	2,334,000	1,500,000
<b>PASIVOS ESPECIALES</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>
<b>PATRIMONIO</b>	<b>25,386,983</b>	<b>25,595,524</b>	<b>25,722,651</b>	<b>23,140,790</b>	<b>23,458,756</b>	<b>24,492,324</b>	<b>24,794,737</b>	<b>25,059,229</b>	<b>25,501,942</b>	<b>25,800,199</b>	<b>26,195,182</b>	<b>26,832,014</b>	<b>28,547,029</b>
CAPITAL SOCIAL	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000
RESERV. REV PATRIMONIO	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092
RESERVA FACULTATIVA	5,788,208	11,291,891	11,291,891	8,540,049	8,540,049	8,540,049	8,540,049	8,540,049	8,540,049	8,540,049	8,540,049	8,540,049	8,540,049
PERDIDAS DE EJER. ANTERIORES	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
APORTE FUT. CAPITALIZACIONES	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD DEL EJERCICIO	5,503,683	208,541	335,669	505,649	823,615	1,857,182	2,159,596	2,424,088	2,866,801	3,165,058	3,560,041	4,196,873	5,911,887
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>55,598,393</b>	<b>51,750,480</b>	<b>51,632,526</b>	<b>49,956,523</b>	<b>50,509,593</b>	<b>52,619,210</b>	<b>48,074,592</b>	<b>44,268,871</b>	<b>47,708,033</b>	<b>51,228,737</b>	<b>50,781,103</b>	<b>50,880,502</b>	<b>56,243,059</b>

PRESUPUESTO MENSUAL	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DIEMBRE	TOTALES	% / VTAS
<b>Año 3</b>														
VENTAS	6,278,790	5,509,322	5,540,840	7,809,625	13,276,887	6,242,134	6,117,518	7,840,361	6,568,158	7,865,491	10,997,271	21,072,150	105,118,545	100.00%
USUARIOS	3,030,515	2,573,938	2,926,978	3,274,255	6,666,251	3,450,702	3,263,175	3,500,126	3,294,395	3,426,634	4,236,533	10,511,089	50,154,592	47.71%
MAYOREO	3,248,274	2,935,384	2,613,863	4,535,369	6,610,636	2,791,432	2,854,342	4,340,235	3,273,763	4,438,856	6,760,738	10,561,062	54,963,953	52.29%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
COSTOS	4,953,186	4,348,026	4,307,724	6,206,724	10,295,550	4,793,575	4,737,567	6,180,685	5,127,432	6,253,202	8,876,919	16,422,674	82,503,264	78.49%
COSTOS USUARIOS	2,031,644	1,727,072	1,961,659	2,173,360	4,424,872	2,290,480	2,166,005	2,323,286	2,186,728	2,274,505	2,812,093	6,976,969	33,348,674	66.49%
COSTOS MAYOREO	2,921,542	2,620,954	2,346,065	4,033,364	5,870,678	2,503,095	2,571,562	3,857,398	2,940,704	3,978,698	6,064,825	9,445,705	49,154,590	89.43%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD BRUTA	1,325,603	1,161,296	1,233,116	1,602,901	2,981,337	1,448,558	1,379,951	1,659,676	1,440,726	1,612,288	2,120,353	4,649,476	22,615,281	21.51%
UTILIDAD BRUTA USUARIOS	998,871	846,866	965,319	1,100,895	2,241,379	1,160,222	1,097,170	1,176,840	1,107,667	1,152,130	1,424,440	3,534,120	16,805,918	33.51%
UTILIDAD BRUTA MAYOREO	326,732	314,430	267,797	502,006	739,958	288,337	282,781	482,837	333,059	460,159	695,913	1,115,357	5,809,363	10.57%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL DE GASTOS DIRECTOS	665,952	656,273	675,290	803,673	1,045,809	695,188	689,846	717,473	732,962	730,166	869,595	1,466,597	9,748,822	19.06%
GASTOS DIRECTOS USUARIOS	513,628	512,987	538,033	619,255	803,157	551,779	546,731	559,757	563,400	564,790	651,872	1,158,427	7,583,816	15.12%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
GASTOS DIRECTOS MAYOREO	152,324	143,286	137,257	184,418	242,652	143,410	143,115	157,715	169,561	165,376	217,722	308,169	2,165,006	3.94%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD DIRECTA TOTAL	659,651	505,023	557,826	799,228	1,935,527	753,370	690,105	942,204	707,764	882,123	1,250,758	3,182,880	12,866,459	12.24%
UTILIDAD DIRECTA USUARIOS	485,244	333,879	427,286	481,640	1,438,222	608,443	550,439	617,082	544,267	587,340	772,568	2,375,693	9,222,102	18.39%
UTILIDAD DIRECTA MAYOREO	174,408	171,144	130,541	317,588	497,306	144,927	139,666	325,121	163,497	294,783	478,190	807,187	3,644,357	6.63%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
INGRESO FINANCIERO	93,534	98,556	100,602	103,255	105,861	120,787	120,766	118,786	116,576	112,296	107,336	104,331	1,302,686	1.24%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.00%
GASTO FINANCIERO	76,600	95,919	83,583	91,713	99,521	90,534	86,902	54,542	46,636	63,780	51,793	44,900	886,424	0.84%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
INGRESO FINANCIERO NETO	16,934	2,637	17,019	11,542	6,339	30,252	33,864	64,244	69,940	48,516	55,543	59,431	416,262	0.40%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD ANTES G. GENERALES	676,585	507,660	574,846	810,770	1,941,867	783,622	723,969	1,006,447	777,704	930,638	1,306,301	3,242,311	13,282,721	12.64%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
GASTOS DE MATRIZ	349,462	308,245	308,211	311,999	320,585	309,248	309,080	311,995	309,850	311,057	307,349	552,092	4,009,172	3.81%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD	327,124	199,415	266,635	498,771	1,621,282	474,375	414,889	694,452	467,854	619,581	998,952	2,690,219	9,273,549	8.82%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
OTROS INGRESOS														0.00%
OTROS GASTOS														0.00%
UTILIDAD ANTES IMPUESTOS	327,124	199,415	266,635	498,771	1,621,282	474,375	414,889	694,452	467,854	619,581	998,952	2,690,219	9,273,549	8.82%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
15% PARTICIPACION EMPLEADOS	49,069	29,912	39,995	74,816	243,192	71,156	62,233	104,168	70,178	92,937	149,843	403,533	1,391,032	1.32%
IMPUESTO RENTA Y ADIC.	69,514	42,376	56,660	105,989	344,522	100,805	88,164	147,571	99,419	131,661	212,277	571,672	1,970,629	1.87%
UTILIDAD NETA	208,541	127,127	169,980	317,966	1,033,567	302,414	264,492	442,713	298,257	394,983	636,832	1,715,015	5,911,887	5.62%

FLUJO DE CAJA													TOTAL
AÑO 3	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE	AÑO 3
CAJA INICIAL	1,007,860	1,007,860	1,007,860	1,507,860	1,507,860	1,807,860	1,407,860	807,860	807,860	807,860	807,860	807,860	1,007,860
INGRESOS DE EFECTIVO	2,315,869	7,007,630	6,547,301	8,147,983	15,657,060	2,144,576	6,482,743	12,009,710	9,907,182	8,733,403	11,486,290	24,824,024	115,263,770
INGRESOS POR ctas. RESULTADOS	6,372,324	5,607,878	5,641,442	7,912,879	13,382,748	6,362,920	6,238,284	7,959,147	6,684,734	7,977,786	11,104,608	21,176,481	106,421,231
INGRESOS OPERATIVOS	-6,632,305	1,399,752	-120,420	-806,071	2,274,312	-4,218,345	244,459	4,050,563	994,324	755,617	381,683	2,462,759	786,329
INGRESOS PATRIMONIALES	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
NUEVOS PASIVOS FINANCIEROS	2,575,850	0	1,026,279	1,041,174	0	0	0	0	2,228,124	0	0	1,184,783	8,056,210
EGRESOS DE EFECTIVO	2,315,869	7,007,630	6,047,301	8,147,983	15,357,060	2,544,576	7,082,743	12,009,710	9,907,182	8,733,403	11,486,290	24,624,024	115,263,770
EGRESOS POR ctas RESULTADOS	6,163,782	5,480,751	5,471,462	7,594,913	12,349,181	6,060,507	5,973,792	7,516,434	6,386,477	7,582,804	10,467,776	19,461,467	100,509,344
EGRESOS OPERATIVOS	-3,836,802	-106,843	-1,814,892	564,181	1,820,728	-4,133,507	-3,194,610	3,450,273	3,531,816	-436,524	110,511	5,173,668	1,127,999
EGRESOS POR INVERSION	-11,111	-11,111	-361,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-483,333
EGRESOS PATRIMONIALES	0	0	2,751,841	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2,751,841
PAGO DE PASIVOS FINANCIEROS	0	1,644,834	0	0	1,198,262	628,687	4,314,672	1,054,114	0	1,598,235	919,115	0	11,357,919
CAJA FINAL	1,007,860	1,007,860	1,507,860	1,507,860	1,807,860	1,407,860	807,860	807,860	807,860	807,860	807,860	1,007,860	1,007,860
VARIACION DE CAJA	0	0	500,000	0	300,000	-400,000	-600,000	0	0	0	0	200,000	0
GENERACION NETA DE CAJA	-2,575,850	1,644,834	2,225,563	-1,041,174	1,498,262	228,687	3,714,672	1,054,114	-2,228,124	1,598,235	919,115	-984,783	6,053,551
MOV. PATRIMONIAL NETO	0	0	-2,751,841	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-2,751,841
PASIVOS FINANCIEROS (NETO)	2,575,850	-1,644,834	1,026,279	1,041,174	-1,198,262	-628,687	-4,314,672	-1,054,114	2,228,124	-1,598,235	-919,115	1,184,783	-3,301,710

**PROYECCION ESTADOS FINANCIEROS STATUS QUO AÑO 4**

BALANCE GENERAL PRESUPUESTO	AÑO 4												
	AÑO 3	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE
<b>ACTIVO</b>	<b>56,243,059</b>	<b>52,420,935</b>	<b>52,341,346</b>	<b>50,611,832</b>	<b>51,172,658</b>	<b>53,346,175</b>	<b>48,673,501</b>	<b>44,761,735</b>	<b>48,298,951</b>	<b>51,918,284</b>	<b>51,432,669</b>	<b>51,510,194</b>	<b>57,018,032</b>
Efectivo	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,500,000	1,500,000	1,800,000	1,400,000	800,000	800,000	800,000	800,000	800,000	1,000,000
Acciones en otras Compañías	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860
<b>CUENTAS POR COBRAR</b>	<b>44,577,010</b>	<b>40,322,905</b>	<b>38,134,351</b>	<b>36,013,986</b>	<b>36,241,302</b>	<b>40,306,159</b>	<b>35,905,251</b>	<b>31,663,766</b>	<b>32,091,985</b>	<b>30,912,533</b>	<b>31,068,407</b>	<b>33,831,110</b>	<b>45,577,297</b>
Cuentas por cobrar Usuarios	20,979,245	15,387,272	15,733,925	16,142,632	16,554,346	19,051,352	19,015,028	18,576,319	18,128,363	17,378,683	16,573,115	16,170,400	21,640,501
Resena Incobrables Usuarios	-1,032,455	-1,045,713	-1,056,983	-1,069,784	-1,083,967	-1,112,842	-1,127,790	-1,141,924	-1,157,085	-1,171,355	-1,186,198	-1,204,549	-1,250,079
Cuentas por cobrar Mayoreo	23,049,509	24,368,354	22,572,851	20,072,860	19,863,669	21,188,942	16,833,973	13,321,533	14,222,257	13,814,313	14,809,948	17,940,341	23,737,434
Resena Incobrables Mayoreo	-1,539,819	-1,549,752	-1,558,728	-1,566,722	-1,580,591	-1,600,806	-1,609,343	-1,618,071	-1,631,344	-1,641,355	-1,654,929	-1,675,604	-1,707,900
Otras cuentas por Cobrar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tarjetas de credito	1,122,313	1,164,527	445,070	436,783	489,628	781,298	795,166	527,693	531,578	534,032	528,255	602,305	1,159,125
Empleados	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
Varios Deudores	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216
<b>INVENTARIOS TOTAL</b>	<b>10,150,634</b>	<b>10,593,725</b>	<b>12,713,801</b>	<b>12,965,763</b>	<b>13,310,385</b>	<b>11,130,156</b>	<b>11,269,500</b>	<b>12,210,331</b>	<b>15,330,439</b>	<b>20,140,335</b>	<b>19,509,958</b>	<b>16,835,890</b>	<b>10,408,653</b>
<b>ACTIVO FIJO</b>	<b>77,556</b>	<b>66,445</b>	<b>55,333</b>	<b>-305,778</b>	<b>-316,889</b>	<b>-328,000</b>	<b>-339,111</b>	<b>-350,222</b>	<b>-361,333</b>	<b>-372,444</b>	<b>-383,555</b>	<b>-394,667</b>	<b>-405,778</b>
Propiedades y Terrenos	-302,513	-313,624	-324,735	-685,847	-696,958	-708,069	-719,180	-730,291	-741,402	-752,513	-763,624	-774,735	-785,847
Revalorizaciones	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069
OTROS ACTIVOS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>PASIVO</b>	<b>27,773,761</b>	<b>23,707,481</b>	<b>23,469,800</b>	<b>24,475,895</b>	<b>24,681,168</b>	<b>25,760,589</b>	<b>20,748,783</b>	<b>16,536,185</b>	<b>19,588,108</b>	<b>22,870,960</b>	<b>21,948,504</b>	<b>21,338,522</b>	<b>25,038,549</b>
<b>OPERACIONAL</b>	<b>19,510,974</b>	<b>12,585,707</b>	<b>14,046,608</b>	<b>13,937,544</b>	<b>13,004,762</b>	<b>15,371,009</b>	<b>11,033,445</b>	<b>11,301,588</b>	<b>15,500,965</b>	<b>16,543,081</b>	<b>17,335,526</b>	<b>17,738,138</b>	<b>20,298,424</b>
Proveedores	15,086,624	8,038,523	9,409,528	9,185,333	11,391,722	13,102,838	8,591,433	8,686,515	12,609,940	13,460,724	14,004,770	14,016,446	15,548,762
Otras cuentas por Pagar	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000
Retenciones al personal	38,000	22,000	22,000	22,000	22,000	55,000	36,000	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000
Otros Impuestos por pagar	1,958,722	2,040,108	2,092,805	2,160,296	320,092	684,790	797,835	898,112	1,059,876	1,172,037	1,317,650	1,546,819	2,149,423
Varios acreedores	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000
Participacion empleados	1,382,628	1,440,076	1,477,274	1,524,915	225,947	483,381	563,177	633,961	748,148	827,320	930,106	1,091,872	1,517,240
<b>FINANCIERO</b>	<b>7,674,056</b>	<b>10,533,044</b>	<b>8,834,461</b>	<b>9,949,620</b>	<b>11,087,675</b>	<b>9,800,849</b>	<b>9,126,606</b>	<b>4,645,866</b>	<b>3,498,412</b>	<b>5,739,148</b>	<b>4,024,247</b>	<b>3,011,653</b>	<b>4,151,394</b>
Corto plazo	7,674,056	10,533,044	8,834,461	9,949,620	11,087,675	9,800,849	9,126,606	4,645,866	3,498,412	5,739,148	4,024,247	3,011,653	4,151,394
Largo plazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>PASIVOS ESPECIALES</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>
<b>PATRIMONIO</b>	<b>28,469,298</b>	<b>28,713,453</b>	<b>28,871,546</b>	<b>26,135,936</b>	<b>26,491,490</b>	<b>27,585,585</b>	<b>27,924,718</b>	<b>28,225,550</b>	<b>28,710,843</b>	<b>29,047,325</b>	<b>29,484,165</b>	<b>30,171,672</b>	<b>31,979,482</b>
CAPITAL SOCIAL	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000
RESERV. REV PATRIMONIO	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092
RESERVA FACULTATIVA	8,498,039	14,374,206	14,374,206	11,436,122	11,436,122	11,436,122	11,436,122	11,436,122	11,436,122	11,436,122	11,436,122	11,436,122	11,436,122
PERDIDAS DE EJER. ANTERIORES	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
APORTE FUT. CAPITALIZACIONES	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD DEL EJERCICIO	5,876,167	244,156	402,248	604,722	960,276	2,054,371	2,393,504	2,694,335	3,179,629	3,516,110	3,952,951	4,640,457	6,448,268
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>56,243,059</b>	<b>52,420,935</b>	<b>52,341,346</b>	<b>50,611,832</b>	<b>51,172,658</b>	<b>53,346,175</b>	<b>48,673,501</b>	<b>44,761,735</b>	<b>48,298,951</b>	<b>51,918,284</b>	<b>51,432,669</b>	<b>51,510,194</b>	<b>57,018,032</b>



PRESUPUESTO MENSUAL	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE	TOTALES	% / VTAS
Año 4														
VENTAS	6,484,734	5,690,028	5,722,580	8,065,780	13,712,369	6,446,876	6,318,172	8,097,525	6,783,593	8,123,479	11,357,982	21,763,317	108,566,433	100.00%
USUARIOS	3,129,916	2,658,363	3,022,982	3,381,651	6,884,904	3,563,885	3,370,208	3,614,930	3,402,451	3,539,028	4,375,492	10,855,852	51,799,662	47.71%
MAYOREO	3,354,817	3,031,664	2,699,597	4,684,130	6,827,465	2,882,990	2,947,965	4,482,595	3,381,142	4,584,451	6,982,490	10,907,464	56,766,771	52.29%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
COSTOS	5,115,651	4,490,641	4,449,017	6,410,304	10,633,245	4,950,805	4,892,959	6,383,411	5,295,612	6,458,307	9,168,082	16,961,337	85,209,371	78.49%
COSTOS USUARIOS	2,098,282	1,783,720	2,026,001	2,244,646	4,570,008	2,365,608	2,237,050	2,399,490	2,258,453	2,349,108	2,904,330	7,205,813	34,442,510	66.49%
COSTOS MAYOREO	3,017,369	2,706,921	2,423,016	4,165,658	6,063,236	2,585,197	2,655,909	3,983,921	3,037,159	4,109,199	6,263,752	9,755,524	50,766,861	89.43%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD BRUTA	1,369,083	1,199,386	1,273,562	1,655,476	3,079,124	1,496,071	1,425,213	1,714,113	1,487,982	1,665,171	2,189,900	4,801,979	23,357,062	21.51%
UTILIDAD BRUTA USUARIOS	1,031,634	874,643	996,981	1,137,005	2,314,896	1,198,277	1,133,157	1,215,440	1,143,998	1,189,919	1,471,162	3,650,039	17,357,152	33.51%
UTILIDAD BRUTA MAYOREO	337,449	324,743	276,581	518,471	764,229	297,794	292,056	498,674	343,983	475,252	718,739	1,151,940	5,999,910	10.57%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL DE GASTOS DIRECTOS	674,561	664,582	684,199	816,340	1,066,669	704,776	699,276	727,824	743,778	740,813	883,791	1,497,863	9,904,472	18.75%
GASTOS DIRECTOS USUARIOS	519,094	518,450	544,294	627,769	817,830	558,516	553,321	566,789	570,509	571,903	661,224	1,181,828	7,691,527	14.85%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
GASTOS DIRECTOS MAYOREO	155,467	146,132	139,905	188,570	248,840	146,260	145,955	161,035	173,269	168,910	222,568	316,035	2,212,945	3.90%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD DIRECTA TOTAL	694,522	534,805	589,363	839,136	2,012,455	791,295	725,937	986,290	744,204	924,358	1,306,109	3,304,116	13,452,590	12.39%
UTILIDAD DIRECTA USUARIOS	512,540	356,194	452,687	509,235	1,497,066	639,761	579,836	648,651	573,490	618,016	809,938	2,468,211	9,665,625	18.66%
UTILIDAD DIRECTA MAYOREO	181,982	178,611	136,676	329,901	515,389	151,534	146,101	337,639	170,714	306,342	496,171	835,906	3,786,965	6.67%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
INGRESO FINANCIERO	96,584	101,771	103,886	106,627	109,320	124,737	124,717	122,674	120,393	115,974	110,854	107,752	1,345,290	1.24%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.00%
GASTO FINANCIERO	58,323	80,051	67,142	75,617	84,266	74,486	69,362	35,309	26,588	43,618	30,584	22,889	668,235	0.62%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
INGRESO FINANCIERO NETO	38,261	21,720	36,744	31,010	25,054	50,251	55,355	87,365	93,805	72,357	80,270	84,863	677,056	0.62%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD ANTES G. GENERALES	732,783	556,525	626,108	870,147	2,037,509	841,546	781,292	1,073,655	838,009	996,715	1,386,379	3,388,980	14,129,646	13.01%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
GASTOS DE MATRIZ	349,794	308,537	308,502	312,415	321,282	309,573	309,399	312,411	310,195	311,475	307,937	553,198	4,014,715	3.70%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD	382,989	247,988	317,606	557,732	1,716,227	531,973	471,893	761,245	527,814	685,240	1,078,442	2,835,781	10,114,930	9.32%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
OTROS INGRESOS														0.00%
OTROS GASTOS														0.00%
UTILIDAD ANTES IMPUESTOS	382,989	247,988	317,606	557,732	1,716,227	531,973	471,893	761,245	527,814	685,240	1,078,442	2,835,781	10,114,930	9.32%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
15% PARTICIPACION EMPLEADOS	57,448	37,198	47,641	83,660	257,434	79,796	70,784	114,187	79,172	102,786	161,766	425,367	1,517,240	1.40%
IMPUESTO RENTA Y ADIC.	81,385	52,697	67,491	118,518	364,698	113,044	100,277	161,764	112,161	145,614	229,169	602,604	2,149,423	1.98%
UTILIDAD NETA	244,156	158,092	202,474	355,554	1,094,095	339,133	300,832	485,293	336,482	436,841	687,507	1,807,811	6,448,268	5.94%

FLUJO DE CAJA													TOTAL
AÑO 4	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE	AÑO 4
CAJA INICIAL	1,007,860	1,007,860	1,007,860	1,507,860	1,507,860	1,807,860	1,407,860	807,860	807,860	807,860	807,860	807,860	1,007,860
INGRESOS DE EFECTIVO	2,515,038	7,252,700	6,832,561	8,377,680	16,187,937	2,234,049	6,711,032	12,419,575	10,186,839	9,031,898	11,871,448	25,571,096	119,191,852
INGRESOS POR ctas. RESULTA	6,581,317	5,791,799	5,826,466	8,172,408	13,821,689	6,571,613	6,442,890	8,220,199	6,903,986	8,239,453	11,468,836	21,871,068	109,911,724
INGRESOS OPERATIVOS	-6,925,267	1,460,901	-109,063	-932,783	2,366,248	-4,337,564	268,143	4,199,377	1,042,116	792,445	402,612	2,560,286	787,450
INGRESOS PATRIMONIALES	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
NUEVOS PASIVOS FINANCIER	2,858,988	0	1,115,158	1,138,055	0	0	0	0	2,240,736	0	0	1,139,741	8,492,678
EGRESOS DE EFECTIVO	2,515,038	7,252,700	6,332,561	8,377,680	15,887,937	2,634,049	7,311,032	12,419,575	10,186,839	9,031,898	11,871,448	25,371,096	119,191,852
EGRESOS POR ctas RESULTA	6,337,162	5,633,706	5,623,992	7,816,853	12,727,594	6,232,480	6,142,058	7,734,905	6,567,505	7,802,612	10,781,329	20,063,258	103,463,456
EGRESOS OPERATIVOS	-3,811,013	-68,478	-1,868,403	571,938	1,884,628	-4,261,563	-3,300,655	3,548,327	3,630,445	-474,504	88,636	5,318,949	1,258,306
EGRESOS POR INVERSION	-11,111	-11,111	-361,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-483,333
EGRESOS PATRIMONIALES	0	0	2,938,084	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2,938,084
PAGO DE PASIVOS FINANCIER	0	1,698,582	0	0	1,286,826	674,243	4,480,740	1,147,454	0	1,714,901	1,012,594	0	12,015,340
CAJA FINAL	1,007,860	1,007,860	1,507,860	1,507,860	1,807,860	1,407,860	807,860	807,860	807,860	807,860	807,860	1,007,860	1,007,860
VARIACION DE CAJA	0	0	500,000	0	300,000	-400,000	-600,000	0	0	0	0	200,000	0
GENERACION NETA DE CAJA	-2,858,988	1,698,582	2,322,925	-1,138,055	1,586,826	274,243	3,880,740	1,147,454	-2,240,736	1,714,901	1,012,594	-939,741	6,460,745
MOV. PATRIMONIAL NETO	0	0	-2,938,084	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-2,938,084
PASIVOS FINANCIEROS (NETO	2,858,988	-1,698,582	1,115,158	1,138,055	-1,286,826	-674,243	-4,480,740	-1,147,454	2,240,736	-1,714,901	-1,012,594	1,139,741	-3,522,662

**PROYECCION ESTADOS FINANCIEROS CON EMISION DE OBLIGACIONES AÑO 4**

BALANCE GENERAL PRESUPUESTO	AÑO 4												
	AÑO 3 DICIEMBRE	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE
<b>ACTIVO</b>	<b>56,243,059</b>	<b>52,420,935</b>	<b>52,341,346</b>	<b>50,611,832</b>	<b>51,172,658</b>	<b>53,346,175</b>	<b>48,673,501</b>	<b>44,761,735</b>	<b>48,298,951</b>	<b>51,918,284</b>	<b>51,432,669</b>	<b>51,510,194</b>	<b>57,018,032</b>
Efectivo	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,500,000	1,500,000	1,800,000	1,400,000	800,000	800,000	800,000	800,000	800,000	1,000,000
Acciones en otras Compañías	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860
<b>CUENTAS POR COBRAR</b>	<b>44,577,010</b>	<b>40,322,905</b>	<b>38,134,351</b>	<b>36,013,986</b>	<b>36,241,302</b>	<b>40,306,159</b>	<b>35,905,251</b>	<b>31,663,766</b>	<b>32,091,985</b>	<b>30,912,533</b>	<b>31,068,407</b>	<b>33,831,110</b>	<b>45,577,297</b>
Cuentas por cobrar Usuarios	20,979,245	15,387,272	15,733,925	16,142,632	16,554,346	19,051,352	19,015,028	18,576,319	18,128,363	17,378,683	16,573,115	16,170,400	21,640,501
Reserva Incobrables Usuarios	-1,032,455	-1,045,713	-1,056,983	-1,069,784	-1,083,967	-1,112,842	-1,127,790	-1,141,924	-1,157,085	-1,171,355	-1,186,198	-1,204,549	-1,250,079
Cuentas por cobrar Mayoreo	23,049,509	24,368,354	22,572,851	20,072,860	19,863,669	21,188,942	16,833,973	13,321,533	14,222,257	13,814,313	14,809,948	17,940,341	23,737,434
Reserva Incobrables Mayoreo	-1,539,819	-1,549,752	-1,558,728	-1,566,722	-1,580,591	-1,600,806	-1,609,343	-1,618,071	-1,631,344	-1,641,355	-1,654,929	-1,675,604	-1,707,900
Otras cuentas por Cobrar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tarjetas de credito	1,122,313	1,164,527	445,070	436,783	489,628	781,298	795,166	527,693	531,578	534,032	528,255	602,305	1,159,125
Empleados	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
Varios Deudores	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216
<b>INVENTARIOS TOTAL</b>	<b>10,150,634</b>	<b>10,593,725</b>	<b>12,713,801</b>	<b>12,965,763</b>	<b>13,310,385</b>	<b>11,130,156</b>	<b>11,269,500</b>	<b>12,210,331</b>	<b>15,330,439</b>	<b>20,140,335</b>	<b>19,509,958</b>	<b>16,835,890</b>	<b>10,408,653</b>
<b>ACTIVO FIJO</b>	<b>77,556</b>	<b>66,445</b>	<b>55,333</b>	<b>-305,778</b>	<b>-316,889</b>	<b>-328,000</b>	<b>-339,111</b>	<b>-350,222</b>	<b>-361,333</b>	<b>-372,444</b>	<b>-383,555</b>	<b>-394,667</b>	<b>-405,778</b>
Propiedades y Terrenos	-302,513	-313,624	-324,735	-685,847	-696,958	-708,069	-719,180	-730,291	-741,402	-752,513	-763,624	-774,735	-785,847
Revalorizaciones	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069
OTROS ACTIVOS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>PASIVO</b>	<b>27,696,030</b>	<b>23,627,937</b>	<b>23,388,428</b>	<b>24,410,542</b>	<b>24,614,344</b>	<b>25,692,382</b>	<b>20,679,181</b>	<b>16,465,922</b>	<b>19,517,178</b>	<b>22,799,359</b>	<b>21,876,524</b>	<b>21,266,160</b>	<b>24,965,802</b>
<b>OPERACIONAL</b>	<b>19,531,286</b>	<b>12,607,050</b>	<b>14,068,990</b>	<b>13,960,973</b>	<b>13,008,716</b>	<b>15,375,750</b>	<b>11,038,979</b>	<b>11,307,497</b>	<b>15,507,253</b>	<b>16,549,751</b>	<b>17,342,412</b>	<b>17,745,241</b>	<b>20,305,746</b>
Proveedores	15,086,624	8,038,523	9,409,528	9,185,333	11,391,722	13,102,838	8,591,433	8,686,515	12,609,940	13,460,724	14,004,770	14,016,446	15,548,762
Otras cuentas por Pagar	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000
Retenciones al personal	38,000	22,000	22,000	22,000	22,000	55,000	36,000	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000
Otros Impuestos por pagar	1,970,629	2,052,619	2,105,926	2,174,031	322,410	687,569	801,078	901,576	1,063,563	1,175,947	1,321,687	1,550,983	2,153,715
Varios acreedores	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000
Participacion empleados	1,391,032	1,448,907	1,486,536	1,534,610	227,583	485,343	565,467	636,407	750,750	830,080	932,955	1,094,811	1,520,269
<b>FINANCIERO</b>	<b>7,576,013</b>	<b>10,432,156</b>	<b>8,730,707</b>	<b>9,860,837</b>	<b>11,016,897</b>	<b>9,727,900</b>	<b>9,051,471</b>	<b>4,569,693</b>	<b>3,421,194</b>	<b>5,660,877</b>	<b>3,945,381</b>	<b>2,932,188</b>	<b>4,071,325</b>
Corto plazo	6,076,013	8,932,156	7,230,707	8,694,837	9,850,897	8,561,900	8,718,471	4,236,693	3,088,194	5,660,877	3,945,381	2,932,188	4,071,325
Largo plazo	1,500,000	1,500,000	1,500,000	1,166,000	1,166,000	1,166,000	333,000	333,000	333,000	-	-	-	-
<b>PASIVOS ESPECIALES</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>
<b>PATRIMONIO</b>	<b>28,547,029</b>	<b>28,792,998</b>	<b>28,952,918</b>	<b>26,201,290</b>	<b>26,558,315</b>	<b>27,653,793</b>	<b>27,994,320</b>	<b>28,295,813</b>	<b>28,781,773</b>	<b>29,118,926</b>	<b>29,556,145</b>	<b>30,244,034</b>	<b>32,052,230</b>
CAPITAL SOCIAL	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000
RESERV. REV PATRIMONIO	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092
RESERVA FACULTATIVA	8,540,049	14,451,937	14,451,937	11,495,993	11,495,993	11,495,993	11,495,993	11,495,993	11,495,993	11,495,993	11,495,993	11,495,993	11,495,993
PERDIDAS DE EJER. ANTERIORES	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
APORTE FUT. CAPITALIZACIONES	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD DEL EJERCICIO	5,911,887	245,969	405,889	610,205	967,230	2,062,708	2,403,235	2,704,728	3,190,688	3,527,840	3,965,060	4,652,949	6,461,144
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>56,243,059</b>	<b>52,420,935</b>	<b>52,341,346</b>	<b>50,611,832</b>	<b>51,172,658</b>	<b>53,346,175</b>	<b>48,673,501</b>	<b>44,761,735</b>	<b>48,298,951</b>	<b>51,918,284</b>	<b>51,432,669</b>	<b>51,510,194</b>	<b>57,018,032</b>

PRESUPUESTO MENSUAL	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DECIEMBRE	TOTALES	% /VTAS
Año 4														
VENTAS	6,484,734	5,690,028	5,722,580	8,065,780	13,712,369	6,446,876	6,318,172	8,097,525	6,783,593	8,123,479	11,357,982	21,763,317	108,566,433	100.00%
USUARIOS	3,129,916	2,658,363	3,022,982	3,381,651	6,884,904	3,563,885	3,370,208	3,614,930	3,402,451	3,539,028	4,375,492	10,855,852	51,799,662	47.71%
MAYOREO	3,354,817	3,031,664	2,699,597	4,684,130	6,827,465	2,882,990	2,947,965	4,482,595	3,381,142	4,584,451	6,982,490	10,907,464	56,766,771	52.29%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
COSTOS	5,115,651	4,490,641	4,449,017	6,410,304	10,633,245	4,950,805	4,892,959	6,383,411	5,295,612	6,458,307	9,168,082	16,961,337	85,209,371	78.49%
COSTOS USUARIOS	2,098,282	1,783,720	2,026,001	2,244,646	4,570,008	2,365,608	2,237,050	2,399,490	2,258,453	2,349,108	2,904,330	7,205,813	34,442,510	66.49%
COSTOS MAYOREO	3,017,369	2,706,921	2,423,016	4,165,658	6,063,236	2,585,197	2,655,909	3,983,921	3,037,159	4,109,199	6,263,752	9,755,524	50,766,861	89.43%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD BRUTA	1,369,083	1,199,386	1,273,562	1,655,476	3,079,124	1,496,071	1,425,213	1,714,113	1,487,982	1,665,171	2,189,900	4,801,979	23,357,062	21.51%
UTILIDAD BRUTA USUARIOS	1,031,634	874,643	996,981	1,137,005	2,314,896	1,198,277	1,133,157	1,215,440	1,143,998	1,189,919	1,471,162	3,650,039	17,357,152	33.51%
UTILIDAD BRUTA MAYOREO	337,449	324,743	276,581	518,471	764,229	297,794	292,056	498,674	343,983	475,252	718,739	1,151,940	5,999,910	10.57%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL DE GASTOS DIRECTOS	674,561	664,582	684,199	816,340	1,066,669	704,776	699,276	727,824	743,778	740,813	883,791	1,497,863	9,904,472	18.75%
GASTOS DIRECTOS USUARIOS	519,094	518,450	544,294	627,769	817,830	558,516	553,321	566,789	570,509	571,903	661,224	1,181,828	7,691,527	14.85%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
GASTOS DIRECTOS MAYOREO	155,467	146,132	139,905	188,570	248,840	146,260	145,955	161,035	173,269	168,910	222,568	316,035	2,212,945	3.90%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD DIRECTA TOTAL	694,522	534,805	589,363	839,136	2,012,455	791,295	725,937	986,290	744,204	924,358	1,306,109	3,304,116	13,452,590	12.39%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
INGRESO FINANCIERO	96,584	101,771	103,886	106,627	109,320	124,737	124,717	122,674	120,393	115,974	110,854	107,752	1,345,290	1.24%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.00%
GASTO FINANCIERO	55,478	77,184	64,253	73,310	82,096	72,300	68,325	34,263	25,535	43,023	29,985	22,285	648,037	0.60%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
INGRESO FINANCIERO NETO	41,106	24,587	39,633	33,317	27,224	52,438	56,392	88,411	94,858	72,952	80,869	85,467	697,254	0.64%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD ANTES G. GENERALES	735,628	559,392	628,996	872,454	2,039,679	843,733	782,329	1,074,700	839,062	997,309	1,386,978	3,389,583	14,149,844	13.03%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
GASTOS DE MATRIZ	349,794	308,537	308,502	312,415	321,282	309,573	309,399	312,411	310,195	311,475	307,937	553,198	4,014,715	3.70%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD	385,834	250,855	320,495	560,039	1,718,398	534,160	472,930	762,290	528,867	685,835	1,079,041	2,836,385	10,135,129	9.34%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
OTROS INGRESOS														0.00%
OTROS GASTOS														0.00%
UTILIDAD ANTES IMPUESTOS	385,834	250,855	320,495	560,039	1,718,398	534,160	472,930	762,290	528,867	685,835	1,079,041	2,836,385	10,135,129	9.34%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
15% PARTICIPACION EMPLEADOS	57,875	37,628	48,074	84,006	257,760	80,124	70,939	114,343	79,330	102,875	161,856	425,458	1,520,269	1.40%
IMPUESTO RENTA Y ADIC.	81,990	53,307	68,105	119,008	365,160	113,509	100,498	161,987	112,384	145,740	229,296	602,732	2,153,715	1.98%
UTILIDAD NETA	245,969	159,920	204,315	357,025	1,095,479	340,527	301,493	485,960	337,153	437,220	687,889	1,808,196	6,461,144	5.95%

FLUJO DE CAJA													TOTAL
AÑO 4	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE	AÑO 4
CAJA INICIAL	1,007,860	1,007,860	1,007,860	1,507,860	1,507,860	1,807,860	1,407,860	807,860	807,860	807,860	807,860	807,860	1,007,860
INGRESOS DE EFECTIVO	2,513,224	7,253,739	6,848,580	8,376,209	16,188,724	2,234,842	6,711,408	12,419,954	10,186,167	9,032,114	11,871,665	25,570,711	119,207,336
INGRESOS POR ctas. RESULTADOS	6,581,317	5,791,799	5,826,466	8,172,408	13,821,689	6,571,613	6,442,890	8,220,199	6,903,986	8,239,453	11,468,836	21,871,068	109,911,724
INGRESOS OPERATIVOS	-6,924,236	1,461,940	-108,016	-952,258	2,367,035	-4,336,771	268,519	4,199,756	1,042,498	792,661	402,829	2,560,505	774,460
INGRESOS PATRIMONIALES	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
NUEVOS PASIVOS FINANCIEROS	2,856,143	0	1,130,130	1,156,060	0	0	0	0	2,239,683	0	0	1,139,137	8,521,152
EGRESOS DE EFECTIVO	2,513,224	7,253,739	6,348,580	8,376,209	15,888,724	2,634,842	7,311,408	12,419,954	10,186,167	9,032,114	11,871,665	25,370,711	119,207,336
EGRESOS POR ctas. RESULTADOS	6,335,348	5,631,879	5,622,150	7,815,383	12,726,211	6,231,086	6,141,397	7,734,239	6,566,834	7,802,233	10,780,947	20,062,873	103,450,579
EGRESOS OPERATIVOS	-3,811,013	-68,478	-1,868,403	571,938	1,884,628	-4,261,563	-3,300,655	3,548,327	3,630,445	-474,504	88,636	5,318,949	1,258,306
EGRESOS POR INVERSION	-11,111	-11,111	-361,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-483,333
EGRESOS PATRIMONIALES	0	0	2,955,944	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2,955,944
PAGO DE PASIVOS FINANCIEROS	0	1,701,449	0	0	1,288,997	676,429	4,481,778	1,148,499	0	1,715,496	1,013,193	0	12,025,841
CAJA FINAL	1,007,860	1,007,860	1,507,860	1,507,860	1,807,860	1,407,860	807,860	807,860	807,860	807,860	807,860	1,007,860	1,007,860
VARIACION DE CAJA	0	0	500,000	0	300,000	-400,000	-600,000	0	0	0	0	200,000	0
GENERACION NETA DE CAJA	-2,856,143	1,701,449	2,325,814	-1,156,060	1,588,997	276,429	3,881,778	1,148,499	-2,239,683	1,715,496	1,013,193	-939,137	6,460,632
MOV. PATRIMONIAL NETO	0	0	-2,955,944	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-2,955,944
PASIVOS FINANCIEROS (NETO)	2,856,143	-1,701,449	1,130,130	1,156,060	-1,288,997	-676,429	-4,481,778	-1,148,499	2,239,683	-1,715,496	-1,013,193	1,139,137	-3,504,688

## **ANEXO 9**

### **Elaboración de un Prospecto de Oferta Pública**

Todo prospecto de oferta pública primaria de valores resultantes de un proceso de titularización, deberá contener, al menos, la siguiente información:

#### **PORTADA**

- Título: "PROSPECTO DE OFERTA PUBLICA", debidamente destacado.
- Nombre o razón social del originador.
- Nombre o razón social del agente de manejo.
- Denominación específica del fideicomiso mercantil o del fondo colectivo emisor de los valores.
- Tipo de valores a emitir: de contenido crediticio, de participación o mixtos.
- Monto de la emisión.
- Calificación de riesgo otorgada a la emisión.
- Nombre del agente pagador.
- Número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Compañías, autorizando la oferta pública y la inscripción de los valores en el Registro del Mercado de Valores.
- Número y fecha de la resolución expedida por la Superintendencia de Bancos y Seguros autorizando la titularización, de ser el caso.
- Cláusula de exclusión, según lo establece el artículo 15 de la Ley de Mercado de Valores.

#### **INFORMACIÓN GENERAL DEL ORIGINADOR**

- Nombre, dirección, número de teléfono, número de fax y dirección de correo electrónica.
- Objeto social, de ser el caso.
- Descripción de la actividad económica, productos y participación en el mercado.

- Grupo financiero al que pertenece, si fuere del caso.
- Finalidad de la titularización.
- Información económica y financiera; estados financieros del último ejercicio fiscal, junto con las notas y dictamen del auditor externo, análisis vertical e índices.

#### **INFORMACIÓN GENERAL DEL AGENTE DE MANEJO**

- Nombre, dirección, número de teléfono, número de fax y dirección de correo electrónico.
- Grupo financiero al que pertenece, si fuere del caso. 1.3.3 Fecha de constitución y plazo de duración de la sociedad.
- Organización de la sociedad.
- Recurso humano e infraestructura técnica y administrativa para el manejo de fondos y fideicomisos.
- Identificación y experiencia del personal directivo.
- Autorización de funcionamiento e inscripción en el Registro del Mercado de Valores;
- Capital social y composición accionaria.
- Información económico - financiera; estados financieros del último ejercicio fiscal, junto con las notas y dictamen del auditor externo y un análisis vertical e índices.
- Indicación de que las obligaciones asumidas por el agente de manejo son de medio y no de resultado.

#### **INFORMACIÓN SOBRE EL PATRIMONIO AUTÓNOMO EMISOR DE LOS VALORES**

##### **Y DEL PROCESO DE TITULARIZACIÓN**

- Denominación específica del patrimonio autónomo.
- Fecha y escritura pública de constitución.
- Inscripción de la escritura pública de constitución en los registros pertinentes, si fuere el caso.
- Resumen del contrato del mecanismo utilizado para titularizar incluyendo:

Finalidad y objeto, deberes y responsabilidades del agente de manejo, derechos de los inversionistas, rendición de cuentas y remuneración del agente de manejo.

Descripción y valor de los activos transferidos para el desarrollo del proceso de titularización y de sus garantías, si las hubiere.

Copia del reglamento de gestión del proceso de titularización.

Descripción detallada, de la historia de los flujos, de la proyección de los mismos, por un período equivalente al de la vigencia de la emisión y del procedimiento empleado para su cálculo.

Descripción detallada de los mecanismos de garantía utilizados en el proceso de titularización.

### **CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN**

Monto total de la emisión.

Plazo de la oferta pública.

Procedimiento para la colocación.

Condiciones especiales de la colocación, si fuere del caso.

Monto mínimo de la inversión.

Forma y lugar de suscripción de los valores.

Características de los valores a emitir, incluyendo: tipo, valor nominal, carácter nominativo o a la orden, rendimientos o beneficios económicos, plazo o condición, periodicidad, forma y lugar de pago del capital y de los rendimientos o beneficios económicos, derechos del inversionista, clases y series, si fuere el caso; y, condiciones de pago anticipado.

Extracto del estudio técnico de la calificador de riesgo.



## ANEXO 10

Todo contrato de fideicomiso mercantil debe otorgarse por escritura pública y deberá reunir los requisitos establecidos en la Ley.

El contrato de fideicomiso mercantil deberá contener por lo menos lo siguiente:

### REQUISITOS MÍNIMOS

- La identificación del o los constituyentes y del o los beneficiarios;
- Una declaración juramentada del constituyente de que los dineros o bienes transferidos tienen procedencia legítima; que el contrato no adolece de causa u objeto ilícito y, que no irroga perjuicios a acreedores del constituyente o a terceros;
- La transferencia de los bienes en fideicomiso mercantil y la entrega o no cuando se trate de encargos fiduciarios;
- Los derechos y obligaciones a cargo del constituyente, de los constituyentes adherentes, en caso de haberse previsto su adhesión, del fiduciario y del beneficiario;
- Las remuneraciones a las que tenga derecho el fiduciario por la aceptación y desempeño de su gestión;
- La denominación del patrimonio autónomo que surge como efecto propio del contrato;
- Las causales y forma de terminación del fideicomiso mercantil;
- Las causales de sustitución del fiduciario y el procedimiento que se adoptará para tal efecto;
- Las condiciones generales o específicas para el manejo, entrega de los bienes, futuros, rendimientos y liquidación del fideicomiso mercantil.

### ELEMENTOS ADICIONALES (OPCIONAL)

- La facultad o no y la forma por la cual el fiduciario pueda emitir certificados de participación en los derechos personales derivados del contrato de fideicomiso mercantil, los mismos que constituyen títulos valores, de conformidad con las normas de titularización que dicte el C.N.V.; y,
- La existencia o no de juntas de beneficiarios, de constituyentes o de otros cuerpos colegiados necesarios para lograr la finalidad pretendida por el constituyente.

## LIMITACIONES AL CONTRATO

En los contratos no se podrán estipular cláusulas que signifiquen la imposición de condiciones inequitativas e ilegales, tales como:

Previsiones que disminuyan las obligaciones legales impuestas al fiduciario o acrecienten sus facultades legales en aspectos importantes para el constituyente

y/o beneficiario, como aquellas que exoneren la responsabilidad de aquél o se reserve la facultad de dar por terminado el contrato anticipadamente o de apartarse de la gestión encomendada, sin que en el contrato se hayan indicado expresamente los motivos para hacerlo y se cumplan los trámites administrativos a que haya lugar;

Limitación de los derechos legales del constituyente o beneficiario, como el de resarcirse de los daños y perjuicios causados, ya sea por incumplimiento o por defectuoso cumplimiento de las obligaciones del fiduciario;

La determinación de circunstancias que no se hayan destacado con caracteres visibles en la primera página del contrato al momento de su celebración, a partir de las cuales se derive, sin ser ilegal, una consecuencia en contra del constituyente o beneficiario, o que conlleve la concesión de prerrogativas a favor del fiduciario;

Previsiones con efectos desfavorables para el constituyente o beneficiario que aparezcan en forma ambigua, confusa o no evidente, y, como consecuencia, se le presenten a éste discrepancias entre los efectos esperados o previsibles del negocio y los que verdaderamente resulten del contenido del contrato;

La posibilidad de que quien debe cumplir la gestión encomendada sea otra persona diferente al fiduciario, sustituyéndose así como obligado, salvo que por la naturaleza del contrato se imponga la necesidad de hacerlo en personas especializadas en determinadas materias; y,

Las que conceden facultades al fiduciario para alterar unilateralmente el contenido de una o algunas cláusulas, como aquellas que permitan reajustar unilateralmente las prestaciones que correspondan a las partes contratantes.

## ANEXO 11

### Elaborar un Reglamento de Gestión

El reglamento interno de emisión de valores derivados de una titularización, estructurado a través de un fideicomiso mercantil o fondo colectivo, contendrá la siguiente información:

- Régimen aplicable para la obtención de los recursos y/o flujos futuros.
- Destino de los remanentes de los recursos y/o flujos futuros, de existir.
- Casos en los cuales procede la redención anticipada de los valores emitidos.
- Características y forma de determinar el punto de equilibrio para iniciar la ejecución del proyecto.
- Información general sobre la administradora de fondos y fideicomisos.
- Denominación del fondo colectivo o fideicomiso mercantil.
- Plazo de duración del fondo colectivo o fideicomiso mercantil.
- Gastos a cargo del fondo colectivo o fideicomiso mercantil.
- Honorarios y comisiones de la administradora de fondos y fideicomisos.
- Política de endeudamiento, ventas, crédito, administración de cuentas por cobrar y provisiones, del fondo colectivo o fideicomiso mercantil.
- Información que deberá proporcionar a los inversionistas con indicación de la periodicidad y forma de entrega.
- Normas sobre el cambio de administrador, la liquidación anticipada o al término del plazo del fideicomiso o fondo, si se contemplare tales situaciones.
- Indicación del medio de prensa de circulación nacional en el que se efectuarán las publicaciones informativas para los aportantes de los fondos colectivos y fideicomisos mercantiles.
- Régimen aplicable para la obtención de los recursos o flujos futuros, para lo cual deberá presentar la información de sustento con indicación del o los procedimientos utilizados; además, deberá considerar, entre otros, los siguientes aspectos:

-Indicación del tipo de activo motivo de la titularización.

- Naturaleza y denominación del tipo de valores a ser emitidos.
- Partes intervinientes: originador, agente de manejo o fiduciario, fideicomiso mercantil, etc., con indicación de sus obligaciones.
- Características de los valores a ser emitidos con indicación de los derechos que otorgan a los inversionistas.
- Indicación de los mecanismos de garantía a utilizarse y la forma en que éstos se harán efectivos, de ser el caso.
- Detalle de la historia de los flujos, con indicación de sus características particulares, según el tipo de titularización y el activo a ser titularizado.
- Forma de determinación de los flujos futuros.
- Metodología utilizada para el cálculo del índice de siniestralidad o de desviación, según corresponda, con el detalle de los cálculos matemáticos realizados.
- Destino de la liquidez temporal de los recursos y de los flujos futuros, en caso de existir; para el efecto, se deberá considerar al menos la política de inversiones de los recursos y de los remanentes por pagos o flujos anticipados, con indicación de las normas de diversificación de las inversiones y manejo de la liquidez.
- Casos en los cuales procede la redención anticipada de los valores emitidos, con indicación de la metodología a utilizarse.
- Características y forma de determinar el punto de equilibrio para iniciar la ejecución del proyecto, considerando, para el efecto, al menos lo siguiente:
  - Indicación de su viabilidad jurídica, técnica y financiera, especificando las normas que se observarán en el caso de que este punto de equilibrio no se alcance, a fin de restituir a los inversionistas, los recursos aportados y el respectivo rendimiento.
- Otros elementos que deberán ser considerados:
  - Indicación de la compañía calificadora de riesgo, de la periodicidad de las revisiones y de su publicación.
  - Indicación de las obligaciones de la administradora de fondos y fideicomisos.

Forma, medio y periodicidad en la cual los inversionistas y el ente de control involucrado conocerán la gestión de la administradora de fondos y fideicomisos, a cargo del patrimonio autónomo.

Forma de liquidación del patrimonio autónomo.

El formato de los valores a ser emitidos deberá contener por lo menos

Los valores que se emitan como consecuencia de procesos de titularización, pueden ser nominativos o a la orden. Los valores de contenido crediticio o valores mixtos podrán tener cupones que reconozcan un rendimiento financiero fijo o variable, pudiendo tales cupones ser nominativos o a la orden, según corresponda a las características de los valores a los cuales se adhieren.

El facsímile del valor o el macro título, en el caso que sea una emisión desmaterializada, debe contener, al menos, lo siguiente:

Nombre y domicilio de la administradora de fondos y fideicomisos.

Denominación del mecanismo utilizado para llevar adelante el proceso de titularización.

Derechos incorporados en el valor y las condiciones financieras del mismo.

Fecha de expedición y plazo del valor.

Indicación si los valores serán nominativos o a la orden.

Garantías de la titularización.

Valor nominal.

Indicación del rendimiento financiero de ser el caso.

Forma y término de redención y procedimiento para la liquidación, indicando los sitios en los que se cancelará.

Firma del representante legal de la administradora de fondos y fideicomisos.

Nombre, dirección domiciliaria y de correo electrónico, número de teléfono y número de fax del agente pagador.

Indicación de que la gestión del agente de manejo es de medio y no de resultado.

Indicación de que el patrimonio autónomo constituido es el que respalda los valores emitidos.

- Número secuencial y cantidad de valores que representan el título.
- Fecha y número de resolución de inscripción, en el Registro del Mercado de Valores, del mecanismo utilizado para la titularización y del valor.
- Fecha y número de la resolución expedida por la Superintendencia de Bancos y Seguros autorizando la titularización, de ser el caso.
- Calificación inicial de riesgo.
- Indicación de la notaría y fecha de la escritura pública que contiene el mecanismo que da origen al proceso de emisión de valores derivados de una titularización.

## **ANEXO 12**

### **Inscripción en Registro de Mercado de Valores**

Para efectuar oferta pública de estos valores, se deberá presentar a la Superintendencia de Compañías la información que se señala a continuación, cuya responsabilidad de elaboración, análisis y verificación corresponderá al agente de manejo.

La información general solicitada para todo tipo de titularización se detalla a continuación:

- Solicitud de autorización de oferta pública y de inscripción en el Registro del Mercado de Valores, suscrita por el representante legal de la administradora de fondos y fideicomisos y firmada por el abogado patrocinador, con indicación del monto requerido de autorización de la emisión.
- Prospecto de oferta pública.
- Documento en el que se indique: los montos y la forma en que se han establecido los flujos futuros de fondos que se generarán, el mismo que deberá contemplar una proyección de, por lo menos, el tiempo de vigencia de los valores emitidos en el proceso de titularización.
- Facsímile del valor, en caso de que en el proceso de titularización se emitan títulos.
- Escritura pública que contenga el mecanismo utilizado en el proceso de titularización.
- Criterio positivo del proceso de titularización emitido por la Superintendencia de Bancos, en el caso de que el originador sea una institución sometida a su control.
- Reglamento de gestión que deberá constar como documento habilitante a la escritura pública del mecanismo de titularización.
- Declaración juramentada del representante legal del agente de manejo, acerca de la veracidad de la información contenida en el prospecto de oferta pública.

La presentación de la documentación descrita servirá para la autorización de la emisión y de la oferta pública de la titularización, y para la inscripción de los valores en el Registro del Mercado de Valores.

Según el tipo de titularización se solicitan algunos requisitos adicionales.

Para la Titularización de Cartera de Crédito:

- Certificación del representante legal del originador, de que la cartera no se encuentra pignorada, ni que sobre ella pesa gravamen o limitación alguna.

## Inscripción en el Registro de la Bolsa de Valores

Para inscribir los valores producto de un proceso de titularización, la Bolsa de Valores de Quito exigirá, a más del cumplimiento de los requisitos para la inscripción en el Registro de Mercado de Valores, se deberá presentar los siguientes documentos:

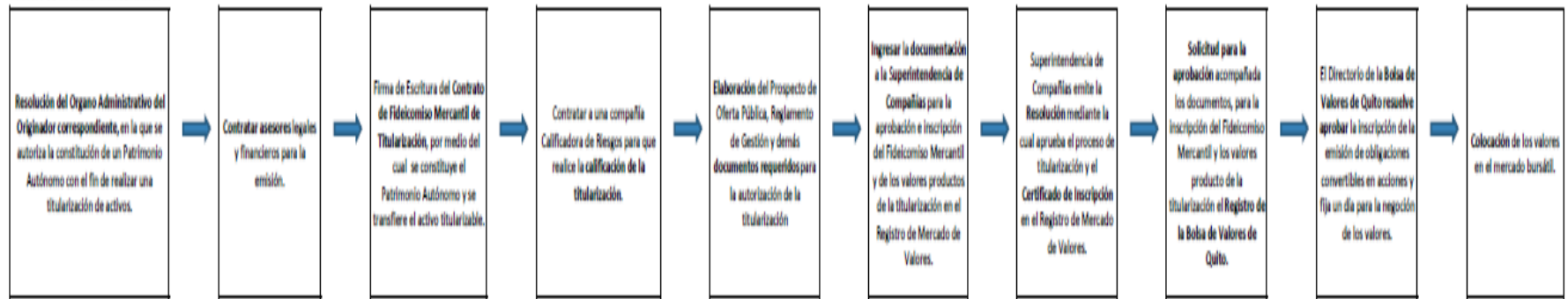
- Solicitud firmada por el representante legal de la sociedad administradora de fondos, que actúa como Agente de Manejo.
- Una copia de la resolución aprobatoria del prospecto de oferta pública o del prospecto informativo, y del certificado de inscripción de la oferta pública, emitidos por la Superintendencia de Compañías;
- Una copia del prospecto de oferta pública o del prospecto informativo, según sea mercado primario o secundario, aprobado por la Superintendencia de Compañías;
- Cien prospectos de oferta pública, que deberán entregarse con al menos tres días bursátiles hábiles de anticipación a la negociación, los mismos que pueden ser remitidos en medio físico o en archivo magnético;
- Amortización de escenarios: optimista, pesimista y moderado; y,
- Proyección de gastos del fideicomiso
- Contrato de underwriting, en caso de existir.



## ANEXO 13

### PROCESO DE TITULARIZACION DE ACTIVOS

PROCESO DE TITULARIZACIÓN DE ACTIVOS



Fuente: Bolsa de Valores de Quito

## ANEXO 14

### Costos Asociados - TITULARIZACION DE CARTERA

	SERIE 1	SERIE 2
	5,000	2,000
Monto de la Emisión (000)		
Plazo de la Emisión (años)	3	3
Periodo de Intereses	Trimestre	4
Amortización de Capital	Semestre	2
Total de Periodos Interés	12	12
Total de Periodos Gracia	0	0
Total de Periodos Capital	6	6
Tasa de interés del Cupón	6.53%	6.53%

		Inicial	Anual
Agente de Manejo Fiduciario	0.19%	25.0	
Inscripción Super de Compañías	0.05%	20.0	
Gastos Notariales	0.06%	11.0	9.00
Comisión de Colocación	0.25%	0.0	1.2
Comisión de Bolsa	0.09%	0.07%	
Inscripción Bolsa	0.02%	0.01%	
<b>Tasa Costo Total (calculado en Flujo de Caja)</b>	<b>7.88%</b>		
Costo del Proceso (en tasa)	1.35%		

#### Flujo de Caja

valores en USD miles

	Inicio	Primer año				Segundo año				Tercer año				TOTAL
		IQ	IIQ	IIIQ	IVQ	IQ	IIQ	IIIQ	IVQ	IQ	IIQ	IIIQ	IVQ	
<b>SALDO en circulación -SERIE 1</b>	<b>5,000</b>	5,000	5,000	4,167	4,167	3,333	3,333	2,500	2,500	1,667	1,667	833	833	833
Pagos de capital	5,000	0	833	0	833	0	833	0	833	0	833	0	833	833
Pagos de interés		82	82	68	68	54	54	41	41	27	27	14	14	14
<b>SALDO en circulación -SERIE 2</b>	<b>2,000</b>	2,000	2,000	1,667	1,667	1,333	1,333	1,000	1,000	667	667	333	333	333
Pagos de capital	2,000	0	333	0	333	0	333	0	333	0	333	0	333	333
Pagos de interés		33	33	27	27	22	22	16	16	11	11	5	5	5
<b>Total pagos</b>	<b>7,000</b>	<b>114</b>	<b>1,281</b>	<b>95</b>	<b>1,262</b>	<b>76</b>	<b>1,243</b>	<b>57</b>	<b>1,224</b>	<b>38</b>	<b>1,205</b>	<b>19</b>	<b>1,186</b>	<b>TOTAL</b>
Estructuración Financiera	25.0													25.0
Estructuración Legal	20.0													20.0
Desmaterialización	4.9													4.9
Agente Fiduciario de Manejo	7.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	36.2
Agente Pagador		0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	3.6
Auditoría del Fideicomiso						1.2				1.2				2.4
Otros gastos fiduciarios	1.8								0.0					2.4
Calificación de riesgos	11.0					9.0				9.0				29.0
Gastos notariales	4.2													4.2
Prospectos, títulos, publicaciones	1.4													1.4
Inscripción Super.Cías.	2.5													2.5
Inscripción Bolsa	1.2					0.8				0.4				2.5
Colocación / Agente		17.5												17.5
Colocación / Bolsa		6.3												6.3
<b>Total Costos</b>	<b>79.4</b>	<b>26.5</b>	<b>2.7</b>	<b>2.7</b>	<b>2.7</b>	<b>13.7</b>	<b>2.7</b>	<b>2.7</b>	<b>2.7</b>	<b>13.3</b>	<b>2.7</b>	<b>2.7</b>	<b>3.3</b>	<b>157.8</b>
<b>Flujo neto Trimestral</b>	<b>6,921</b>	<b>-141</b>	<b>-1,284</b>	<b>-98</b>	<b>-1,265</b>	<b>-90</b>	<b>-1,246</b>	<b>-60</b>	<b>-1,227</b>	<b>-51</b>	<b>-1,207</b>	<b>-22</b>	<b>-1,189</b>	<b>157.8</b>

Tasa anual en función del costo	7.88%
Tasa de Interés del cupon	6.53%
Costo del proceso en tasa	1.35%

**ANEXO 15**  
**PROYECCION ESTADOS FINANCIEROS STATUS QUO AÑO 1**

BALANCE GENERAL PRESUPUESTO	AÑO 1												
	AÑO 0	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE
<b>ACTIVO</b>	<b>58,031,170</b>	<b>54,668,116</b>	<b>53,660,533</b>	<b>51,424,513</b>	<b>51,407,897</b>	<b>52,869,316</b>	<b>48,094,093</b>	<b>44,015,317</b>	<b>47,188,337</b>	<b>50,410,319</b>	<b>49,694,343</b>	<b>49,538,536</b>	<b>54,305,421</b>
Efectivo	95,170	1,000,000	1,000,000	1,500,000	1,500,000	1,800,000	1,400,000	800,000	800,000	800,000	800,000	800,000	1,000,000
Acciones en otras Compañías	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860
<b>CUENTAS POR COBRAR</b>	<b>42,111,906</b>	<b>42,087,868</b>	<b>39,197,065</b>	<b>36,603,519</b>	<b>36,252,213</b>	<b>39,389,104</b>	<b>34,926,367</b>	<b>30,622,032</b>	<b>31,029,190</b>	<b>29,994,211</b>	<b>30,156,897</b>	<b>32,653,280</b>	<b>43,263,494</b>
Cuentas por cobrar Usuarios	17,295,448	13,428,452	13,801,232	14,226,936	14,652,355	16,943,379	16,960,374	16,610,324	16,245,310	15,602,211	14,901,075	14,553,606	19,525,304
Reserva Incobrables Usuarios	-422,166	-434,077	-444,202	-455,703	-468,445	-494,387	-507,816	-520,514	-534,135	-546,956	-560,291	-576,777	-617,682
Cuentas por cobrar Mayoreo	23,638,499	27,032,577	24,527,415	21,534,292	20,735,292	21,363,223	16,892,130	13,198,686	13,992,914	13,620,694	14,515,185	17,327,571	22,535,754
Reserva Incobrables Mayoreo	-1,068,464	-1,077,388	-1,085,453	-1,092,634	-1,105,094	-1,123,256	-1,130,925	-1,138,767	-1,150,691	-1,159,685	-1,171,881	-1,190,455	-1,219,470
Otras cuentas por Cobrar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tarjetas de credito	744,195	1,140,088	399,857	392,412	439,888	701,928	714,388	474,086	477,576	479,781	474,591	541,119	1,041,373
Empleados	76,176	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
Varios Deudores	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216
<b>INVENTARIOS TOTAL</b>	<b>14,288,678</b>	<b>9,625,943</b>	<b>11,520,274</b>	<b>11,738,912</b>	<b>12,084,713</b>	<b>10,120,352</b>	<b>10,218,977</b>	<b>11,055,648</b>	<b>13,832,620</b>	<b>18,100,692</b>	<b>17,233,142</b>	<b>14,592,063</b>	<b>8,559,844</b>
<b>ACTIVO FIJO</b>	<b>1,527,556</b>	<b>1,516,445</b>	<b>1,505,333</b>	<b>1,144,222</b>	<b>1,133,111</b>	<b>1,122,000</b>	<b>1,110,889</b>	<b>1,099,778</b>	<b>1,088,667</b>	<b>1,077,556</b>	<b>1,066,445</b>	<b>1,055,333</b>	<b>1,044,222</b>
Propiedades y Terrenos	1,147,487	1,136,376	1,125,265	764,153	753,042	741,931	730,820	719,709	708,598	697,487	686,376	675,265	664,153
Revalorizaciones	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069
OTROS ACTIVOS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>PASIVO</b>	<b>38,074,790</b>	<b>34,511,080</b>	<b>33,402,330</b>	<b>33,620,325</b>	<b>33,332,331</b>	<b>33,872,972</b>	<b>28,850,686</b>	<b>24,563,239</b>	<b>27,367,345</b>	<b>30,361,698</b>	<b>29,334,386</b>	<b>28,652,673</b>	<b>31,929,988</b>
<b>OPERACIONAL</b>	<b>22,346,022</b>	<b>12,222,076</b>	<b>13,512,358</b>	<b>13,391,145</b>	<b>11,786,346</b>	<b>13,898,933</b>	<b>9,931,309</b>	<b>10,132,826</b>	<b>13,860,772</b>	<b>14,732,109</b>	<b>15,234,546</b>	<b>15,427,004</b>	<b>17,549,025</b>
Proveedores	16,833,171	7,276,270	8,509,025	8,308,770	10,314,365	11,870,374	7,781,262	7,862,123	11,380,294	12,122,195	12,447,598	12,341,011	13,616,022
Otras cuentas por Pagar	1,101,820	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000
Retenciones al personal	-7,950	22,000	22,000	22,000	22,000	55,000	36,000	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000
Otros Impuestos por pagar	2,513,000	2,579,885	2,613,607	2,659,943	237,402	544,328	626,683	696,240	819,211	895,087	998,866	1,174,168	1,670,691
Varios acreedores	654,273	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000
Participacion empleados	1,251,708	1,298,921	1,322,725	1,355,432	1,677,578	384,232	442,364	491,463	578,267	631,826	705,082	828,824	1,179,311
<b>FINANCIERO</b>	<b>15,140,036</b>	<b>21,700,272</b>	<b>19,301,241</b>	<b>19,640,449</b>	<b>20,957,254</b>	<b>19,385,307</b>	<b>18,330,645</b>	<b>13,841,681</b>	<b>12,917,842</b>	<b>15,040,858</b>	<b>13,511,108</b>	<b>12,636,938</b>	<b>13,792,232</b>
Corto plazo	15,140,036	21,700,272	19,301,241	19,640,449	20,957,254	19,385,307	18,330,645	13,841,681	12,917,842	15,040,858	13,511,108	12,636,938	13,792,232
Largo plazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>PASIVOS ESPECIALES</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>
<b>PATRIMONIO</b>	<b>19,956,380</b>	<b>20,157,036</b>	<b>20,258,203</b>	<b>17,804,188</b>	<b>18,075,566</b>	<b>18,996,344</b>	<b>19,243,408</b>	<b>19,452,079</b>	<b>19,820,992</b>	<b>20,048,621</b>	<b>20,359,958</b>	<b>20,885,863</b>	<b>22,375,433</b>
CAPITAL SOCIAL	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000
RESERV. REV PATRIMONIO	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092
RESERVA FACULTATIVA	675,246	5,861,288	5,861,288	3,268,267	3,268,267	3,268,267	3,268,267	3,268,267	3,268,267	3,268,267	3,268,267	3,268,267	3,268,267
PERDIDAS DE EJER. ANTERIORES	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
APORTE FUT. CAPITALIZACIONES	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD DEL EJERCICIO	5,186,042	200,656	301,823	440,829	712,207	1,632,985	1,880,048	2,088,719	2,457,633	2,685,262	2,996,598	3,522,504	5,012,074
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>58,031,170</b>	<b>54,668,116</b>	<b>53,660,533</b>	<b>51,424,513</b>	<b>51,407,897</b>	<b>52,869,316</b>	<b>48,094,093</b>	<b>44,015,317</b>	<b>47,188,337</b>	<b>50,410,319</b>	<b>49,694,343</b>	<b>49,538,536</b>	<b>54,305,421</b>

PRESUPUESTO MENSUAL	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE	TOTALES	% / VTAS
<b>AÑO 1</b>														
VENTAS	5,825,968	5,111,994	5,141,239	7,246,401	12,319,369	5,791,956	5,676,327	7,274,920	6,094,467	7,298,238	10,204,157	19,552,444	97,537,481	100.00%
USUARIOS	2,811,957	2,388,308	2,715,886	3,038,119	6,185,486	3,201,840	3,027,838	3,247,700	3,056,806	3,179,508	3,930,998	9,753,037	46,537,484	47.71%
MAYOREO	3,014,011	2,723,686	2,425,353	4,208,282	6,133,882	2,590,116	2,648,490	4,027,221	3,037,662	4,118,730	6,273,159	9,799,406	50,999,998	52.29%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
COSTOS	4,607,345	4,045,551	4,007,802	5,770,326	9,575,455	4,459,676	4,407,329	5,748,060	4,771,103	5,815,696	8,253,458	15,277,120	76,738,920	78.68%
COSTOS USUARIOS	1,896,502	1,613,618	1,830,933	2,027,845	4,128,166	2,137,102	2,021,226	2,168,854	2,042,480	2,123,939	2,626,023	6,512,631	31,129,319	66.89%
COSTOS MAYOREO	2,710,843	2,431,933	2,176,869	3,742,481	5,447,290	2,322,574	2,386,103	3,579,206	2,728,623	3,691,757	5,627,435	8,764,488	45,609,601	89.43%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD BRUTA	1,218,623	1,066,443	1,133,437	1,476,075	2,743,913	1,332,280	1,268,998	1,526,860	1,323,364	1,482,542	1,950,699	4,275,324	20,798,561	21.32%
UTILIDAD BRUTA USUARIOS	915,455	774,690	884,953	1,010,274	2,057,321	1,064,738	1,006,611	1,078,846	1,014,326	1,055,569	1,304,975	3,240,406	15,408,165	33.11%
UTILIDAD BRUTA MAYOREO	303,168	291,753	248,484	465,801	686,593	267,542	262,387	448,015	309,039	426,972	645,724	1,034,918	5,390,397	10.57%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL DE GASTOS DIRECTOS	646,733	638,708	656,716	778,761	1,003,170	674,755	669,956	695,327	710,355	707,550	839,852	1,402,752	9,424,637	19.86%
GASTOS DIRECTOS USUARIOS	501,323	501,685	525,287	603,478	774,127	537,616	533,091	544,914	548,951	549,949	632,789	1,111,880	7,365,091	15.83%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
GASTOS DIRECTOS MAYOREO	145,410	137,024	131,429	175,283	229,044	137,139	136,865	150,413	161,404	157,601	207,064	290,871	2,059,546	4.04%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD DIRECTA TOTAL	571,890	427,735	476,721	697,314	1,740,743	657,525	599,042	831,533	613,009	774,992	1,110,847	2,872,572	11,373,924	11.66%
UTILIDAD DIRECTA USUARIOS	414,132	273,005	359,686	406,796	1,283,194	527,122	473,520	533,931	465,374	505,620	672,187	2,128,526	8,043,074	17.28%
UTILIDAD DIRECTA MAYOREO	157,758	154,730	117,055	290,519	457,549	130,403	125,522	297,602	147,635	269,372	438,660	744,047	3,330,850	6.53%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
INGRESO FINANCIERO	203,506	198,962	191,566	184,639	177,575	181,848	172,157	160,550	148,633	134,696	120,029	107,075	1,981,236	2.03%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.00%
GASTO FINANCIERO	111,910	160,401	142,668	145,176	154,909	143,290	135,494	102,313	95,484	111,177	99,870	93,408	1,496,100	1.53%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
INGRESO FINANCIERO NETO	91,596	38,561	48,898	39,464	22,666	38,559	36,662	58,237	53,148	23,519	20,159	13,667	485,136	0.50%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD ANTES G. GENERALES	663,486	466,296	525,619	736,778	1,763,409	696,084	635,705	889,770	666,158	798,511	1,131,006	2,886,239	11,859,060	12.16%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
GASTOS DE MATRIZ	348,732	307,602	307,571	311,086	319,053	308,533	308,377	311,083	309,092	310,140	306,056	549,658	3,996,984	4.10%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD	314,754	158,694	218,048	425,692	1,444,357	387,551	327,327	578,688	357,065	488,371	824,950	2,336,580	7,862,077	8.06%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
OTROS INGRESOS														0.00%
OTROS GASTOS														0.00%
UTILIDAD ANTES IMPUESTOS	314,754	158,694	218,048	425,692	1,444,357	387,551	327,327	578,688	357,065	488,371	824,950	2,336,580	7,862,077	8.06%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
15% PARTICIPACION EMPLEADOS	47,213	23,804	32,707	63,854	216,654	58,133	49,099	86,803	53,560	73,256	123,742	350,487	1,179,311	1.21%
IMPUESTO RENTA Y ADIC.	66,885	33,722	46,335	90,459	306,926	82,355	69,557	122,971	75,876	103,779	175,302	496,523	1,670,691	1.71%
UTILIDAD NETA	200,656	101,167	139,006	271,378	920,778	247,064	208,671	368,914	227,629	311,336	525,905	1,489,570	5,012,074	5.14%

FLUJO DE CAJA													TOTAL
AÑO 1	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE	AÑO 1
CAJA INICIAL	103,030	1,007,860	1,007,860	1,507,860	1,507,860	1,807,860	1,407,860	807,860	807,860	807,860	807,860	807,860	103,030
INGRESOS DE EFECTIVO	2,465,764	6,601,238	5,550,800	7,143,046	14,609,532	2,006,180	6,050,001	11,163,416	9,237,453	7,935,371	10,516,644	22,936,833	106,216,279
INGRESOS POR ctas. RESULTADOS	6,029,474	5,310,956	5,332,805	7,431,040	12,496,944	5,973,804	5,848,484	7,435,471	6,243,100	7,432,933	10,324,186	19,659,518	99,518,717
INGRESOS OPERATIVOS	-10,123,946	1,290,282	-121,213	-1,604,799	2,112,588	-3,967,624	201,517	3,727,945	871,337	502,437	192,458	2,122,021	-4,796,997
INGRESOS PATRIMONIALES	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
NUEVOS PASIVOS FINANCIEROS	6,560,236	0	339,208	1,316,805	0	0	0	0	2,123,016	0	0	1,155,294	11,494,559
EGRESOS DE EFECTIVO	1,560,935	6,601,238	5,050,800	7,143,046	14,309,532	2,406,180	6,650,001	11,163,416	9,237,453	7,935,371	10,516,644	22,736,833	105,311,449
EGRESOS POR ctas RESULTADOS	5,828,819	5,209,789	5,193,799	7,159,662	11,576,167	5,726,741	5,639,813	7,066,557	6,015,471	7,121,597	9,798,280	18,169,948	94,506,643
EGRESOS OPERATIVOS	-4,256,773	-996,472	-2,374,909	-5,504	1,172,530	-4,364,112	-3,467,665	3,184,131	3,233,093	-704,865	-144,696	4,577,996	-4,147,245
EGRESOS POR INVERSION	-11,111	-11,111	-361,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-483,333
EGRESOS PATRIMONIALES	0	0	2,593,021	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2,593,021
PAGO DE PASIVOS FINANCIEROS	0	2,399,032	0	0	1,571,947	1,054,662	4,488,965	923,839	0	1,529,750	874,170	0	12,842,363
CAJA FINAL	1,007,860	1,007,860	1,507,860	1,507,860	1,807,860	1,407,860	807,860	807,860	807,860	807,860	807,860	1,007,860	1,007,860
VARIACION DE CAJA	904,830	0	500,000	0	300,000	-400,000	-600,000	0	0	0	0	200,000	904,830
GENERACION NETA DE CAJA	-5,655,406	2,399,032	2,753,813	-1,316,805	1,871,947	654,662	3,888,965	923,839	-2,123,016	1,529,750	874,170	-955,294	4,845,656
MOV. PATRIMONIAL NETO	0	0	-2,593,021	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-2,593,021
PASIVOS FINANCIEROS (NETO)	6,560,236	-2,399,032	339,208	1,316,805	-1,571,947	-1,054,662	-4,488,965	-923,839	2,123,016	-1,529,750	-874,170	1,155,294	-1,347,805

**PROYECCION ESTADOS FINANCIEROS CON TITULARIZACION DE CARTERA AÑO 1**

	AÑO 0	AÑO 1											
	DICIEMBRE	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE
<b>BALANCE GENERAL PRESUPUESTO</b>													
<b>ACTIVO</b>	<b>58,031,170</b>	<b>54,668,116</b>	<b>53,660,533</b>	<b>51,424,513</b>	<b>51,407,897</b>	<b>52,869,316</b>	<b>43,094,093</b>	<b>39,015,317</b>	<b>42,188,337</b>	<b>43,410,319</b>	<b>42,694,343</b>	<b>42,538,536</b>	<b>47,305,421</b>
Efectivo	95,170	1,000,000	1,000,000	1,500,000	1,500,000	1,800,000	1,400,000	800,000	800,000	800,000	800,000	800,000	1,000,000
Acciones en otras Compañías	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860
<b>CUENTAS POR COBRAR</b>	<b>42,111,906</b>	<b>42,087,868</b>	<b>39,197,065</b>	<b>36,603,519</b>	<b>36,252,213</b>	<b>39,389,104</b>	<b>29,926,367</b>	<b>25,622,032</b>	<b>26,029,190</b>	<b>22,994,211</b>	<b>23,156,897</b>	<b>25,653,280</b>	<b>36,263,494</b>
Cuentas por cobrar Usuarios	17,295,448	13,428,452	13,801,232	14,226,936	14,652,355	16,943,379	11,960,374	11,610,324	11,245,310	8,602,161	7,901,075	7,553,606	12,525,304
Reserva Incobrables Usuarios	-422,166	-434,077	-444,202	-455,703	-468,445	-494,387	-507,816	-520,514	-534,135	-546,956	-560,291	-576,777	-617,682
Cuentas por cobrar Mayoreo	23,638,499	27,032,577	24,527,415	21,534,292	20,735,292	21,363,223	16,892,130	13,198,686	13,992,914	13,620,694	14,515,185	17,327,571	22,535,754
Reserva Incobrables Mayoreo	-1,068,464	-1,077,388	-1,085,453	-1,092,634	-1,105,094	-1,123,256	-1,130,925	-1,138,767	-1,150,691	-1,159,685	-1,171,881	-1,190,455	-1,219,470
Otras cuentas por Cobrar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tarjetas de credito	744,195	1,140,088	399,857	392,412	439,888	701,928	714,388	474,086	477,576	479,781	474,591	541,119	1,041,373
Empleados	76,176	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
Varios Deudores	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216
<b>INVENTARIOS TOTAL</b>	<b>14,288,678</b>	<b>9,625,943</b>	<b>11,520,274</b>	<b>11,738,912</b>	<b>12,084,713</b>	<b>10,120,352</b>	<b>10,218,977</b>	<b>11,055,648</b>	<b>13,832,620</b>	<b>18,100,692</b>	<b>17,233,142</b>	<b>14,592,063</b>	<b>8,559,844</b>
<b>ACTIVO FIJO</b>	<b>1,527,556</b>	<b>1,516,445</b>	<b>1,505,333</b>	<b>1,144,222</b>	<b>1,133,111</b>	<b>1,122,000</b>	<b>1,110,889</b>	<b>1,099,778</b>	<b>1,088,667</b>	<b>1,077,556</b>	<b>1,066,445</b>	<b>1,055,333</b>	<b>1,044,222</b>
Propiedades y Terrenos	1,147,487	1,136,376	1,125,265	764,153	753,042	741,931	730,820	719,709	708,598	697,487	686,376	675,265	664,153
Revalorizaciones	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069
OTROS ACTIVOS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>PASIVO</b>	<b>38,074,790</b>	<b>34,511,080</b>	<b>33,402,330</b>	<b>33,620,325</b>	<b>33,332,331</b>	<b>33,872,972</b>	<b>23,850,686</b>	<b>19,539,678</b>	<b>22,320,049</b>	<b>23,290,491</b>	<b>22,229,667</b>	<b>21,514,195</b>	<b>24,757,501</b>
<b>OPERACIONAL</b>	<b>22,346,022</b>	<b>12,222,076</b>	<b>13,512,358</b>	<b>13,391,145</b>	<b>11,786,346</b>	<b>13,898,933</b>	<b>9,931,309</b>	<b>10,146,224</b>	<b>13,887,665</b>	<b>14,772,599</b>	<b>15,294,091</b>	<b>15,505,746</b>	<b>17,647,106</b>
Proveedores	16,833,171	7,276,270	8,509,025	8,308,770	10,314,365	11,870,374	7,781,262	7,862,123	11,380,294	12,122,195	12,447,598	12,341,011	13,616,022
Otras cuentas por Pagar	1,101,820	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000
Retenciones al personal	-7,950	22,000	22,000	22,000	22,000	55,000	36,000	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000
Otros Impuestos por pagar	2,513,000	2,579,885	2,613,607	2,659,943	237,402	544,328	626,683	704,093	834,976	918,823	1,033,772	1,220,327	1,728,187
Varios acreedores	654,273	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000
Participacion empleados	1,251,708	1,298,921	1,322,725	1,355,432	167,578	384,232	442,364	497,007	589,395	648,581	729,722	861,407	1,219,897
<b>FINANCIERO</b>	<b>15,140,036</b>	<b>21,700,272</b>	<b>19,301,241</b>	<b>19,640,449</b>	<b>20,957,254</b>	<b>19,385,307</b>	<b>13,330,645</b>	<b>8,804,723</b>	<b>7,843,652</b>	<b>7,929,161</b>	<b>6,346,845</b>	<b>5,419,718</b>	<b>6,521,665</b>
Corto plazo	15,140,036	21,700,272	19,301,241	19,640,449	20,957,254	19,385,307	13,330,645	8,804,723	7,843,652	7,929,161	6,346,845	5,419,718	6,521,665
Largo plazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>PASIVOS ESPECIALES</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>
<b>PATRIMONIO</b>	<b>19,956,380</b>	<b>20,157,036</b>	<b>20,258,203</b>	<b>17,804,188</b>	<b>18,075,566</b>	<b>18,996,344</b>	<b>19,243,408</b>	<b>19,475,640</b>	<b>19,868,288</b>	<b>20,119,828</b>	<b>20,464,676</b>	<b>21,024,341</b>	<b>22,547,920</b>
CAPITAL SOCIAL	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000
RESERV. REV PATRIMONIO	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092
RESERVA FACULTATIVA	675,246	5,861,288	5,861,288	3,268,267	3,268,267	3,268,267	3,268,267	3,268,267	3,268,267	3,268,267	3,268,267	3,268,267	3,268,267
PERDIDAS DE EJER. ANTERIORES	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
APORTE FUT. CAPITALIZACIONES	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD DEL EJERCICIO	5,186,042	200,656	301,823	440,829	712,207	1,632,985	1,880,048	2,112,280	2,504,929	2,756,469	3,101,317	3,660,981	5,184,560
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>58,031,170</b>	<b>54,668,116</b>	<b>53,660,533</b>	<b>51,424,513</b>	<b>51,407,897</b>	<b>52,869,316</b>	<b>43,094,093</b>	<b>39,015,317</b>	<b>42,188,337</b>	<b>43,410,319</b>	<b>42,694,343</b>	<b>42,538,536</b>	<b>47,305,421</b>

PRESUPUESTO MENSUAL	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE	TOTALES	%/ VTAS
<b>AÑO 1</b>														
<b>VENTAS</b>	5,825,968	5,111,994	5,141,239	7,246,401	12,319,369	5,791,956	5,676,327	7,274,920	6,094,467	7,298,238	10,204,157	19,552,444	97,537,481	100.00%
USUARIOS	2,811,957	2,388,308	2,715,886	3,038,119	6,185,486	3,201,840	3,027,838	3,247,700	3,056,806	3,179,508	3,930,998	9,753,037	46,537,484	47.71%
MAYOREO	3,014,011	2,723,686	2,425,353	4,208,282	6,133,882	2,590,116	2,648,490	4,027,221	3,037,662	4,118,730	6,273,159	9,799,406	50,999,998	52.29%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>COSTOS</b>	4,607,345	4,045,551	4,007,802	5,770,326	9,575,455	4,459,676	4,407,329	5,748,060	4,771,103	5,815,696	8,253,458	15,277,120	76,738,920	78.68%
COSTOS USUARIOS	1,896,502	1,613,618	1,830,933	2,027,845	4,128,166	2,137,102	2,021,226	2,168,854	2,042,480	2,123,939	2,626,023	6,512,631	31,129,319	66.89%
COSTOS MAYOREO	2,710,843	2,431,933	2,176,869	3,742,481	5,447,290	2,322,574	2,386,103	3,579,206	2,728,623	3,691,757	5,627,435	8,764,488	45,609,601	89.43%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	1,218,623	1,066,443	1,133,437	1,476,075	2,743,913	1,332,280	1,268,998	1,526,860	1,323,364	1,482,542	1,950,699	4,275,324	20,798,561	21.32%
UTILIDAD BRUTA USUARIOS	915,455	774,690	884,953	1,010,274	2,057,321	1,064,738	1,006,611	1,078,846	1,014,326	1,055,569	1,304,975	3,240,406	15,408,165	33.11%
UTILIDAD BRUTA MAYOREO	303,168	291,753	248,484	465,801	686,593	267,542	262,387	448,015	309,039	426,972	645,724	1,034,918	5,390,397	10.57%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>TOTAL DE GASTOS DIRECTOS</b>	646,733	638,708	656,716	778,761	1,003,170	674,755	669,956	695,327	710,355	707,550	839,852	1,402,752	9,424,637	19.86%
GASTOS DIRECTOS USUARIOS	501,323	501,685	525,287	603,478	774,127	537,616	533,091	544,914	548,951	549,949	632,789	1,111,880	7,365,091	15.83%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
GASTOS DIRECTOS MAYOREO	145,410	137,024	131,429	175,283	229,044	137,139	136,865	150,413	161,404	157,601	207,064	290,871	2,059,546	4.04%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>UTILIDAD DIRECTA TOTAL</b>	571,890	427,735	476,721	697,314	1,740,743	657,525	599,042	831,533	613,009	774,992	1,110,847	2,872,572	11,373,924	11.66%
UTILIDAD DIRECTA USUARIOS	414,132	273,005	359,666	406,796	1,283,194	527,122	473,520	533,931	465,374	505,620	672,187	2,128,526	8,043,074	17.28%
UTILIDAD DIRECTA MAYOREO	157,758	154,730	117,055	290,519	457,549	130,403	125,522	297,602	147,635	269,372	438,660	744,047	3,330,850	6.53%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>INGRESO FINANCIERO</b>	203,506	198,962	191,566	184,639	177,575	181,848	172,157	160,550	148,633	134,696	120,029	107,075	1,981,236	2.03%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.00%
<b>GASTO FINANCIERO</b>	111,910	160,401	142,668	145,176	154,909	143,290	98,536	65,082	57,978	58,610	46,914	40,061	1,225,533	1.26%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>INGRESO FINANCIERO NETO</b>	91,596	38,561	48,898	39,464	22,666	38,559	73,621	95,469	90,655	76,086	73,115	67,014	755,703	0.77%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>UTILIDAD ANTES G. GENERALES</b>	663,486	466,296	525,619	736,778	1,763,409	696,084	672,663	927,002	703,664	851,078	1,183,962	2,939,586	12,129,627	12.44%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>GASTOS DE MATRIZ</b>	348,732	307,602	307,571	311,086	319,053	308,533	308,377	311,083	309,092	310,140	306,056	549,658	3,996,984	4.10%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>UTILIDAD</b>	314,754	158,694	218,048	425,692	1,444,357	387,551	364,286	615,919	394,572	540,938	877,906	2,389,928	8,132,644	8.34%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>OTROS INGRESOS</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.00%
<b>OTROS GASTOS</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.00%
<b>UTILIDAD ANTES IMPUESTOS</b>	314,754	158,694	218,048	425,692	1,444,357	387,551	364,286	615,919	394,572	540,938	877,906	2,389,928	8,132,644	8.34%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>15% PARTICIPACION EMPLEADOS</b>	47,213	23,804	32,707	63,854	216,654	58,133	54,643	92,388	59,186	81,141	131,686	358,489	1,219,897	1.25%
<b>IMPUESTO RENTA Y ADIC.</b>	66,885	33,722	46,335	90,459	306,926	82,355	77,411	130,883	83,847	114,949	186,555	507,860	1,728,187	1.77%
<b>UTILIDAD NETA</b>	200,656	101,167	139,006	271,378	920,778	247,064	232,232	392,649	251,540	344,848	559,665	1,523,579	5,184,560	5.32%

FLUJO DE CAJA													TOTAL
AÑO 1	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE	AÑO 1
CAJA INICIAL	103,030	1,007,860	1,007,860	1,507,860	1,507,860	1,807,860	1,407,860	807,860	807,860	807,860	807,860	807,860	103,030
INGRESOS DE EFECTIVO	2,465,764	6,601,238	5,550,800	7,143,046	14,609,532	2,006,180	6,063,399	11,176,912	7,213,543	7,954,426	10,535,840	22,902,824	104,223,505
INGRESOS POR ctas. RESULTADOS	6,029,474	5,310,956	5,332,805	7,431,040	12,496,944	5,973,804	5,848,484	7,435,471	6,243,100	7,432,933	10,324,186	19,659,518	99,518,717
INGRESOS OPERATIVOS	-10,123,946	1,290,282	-121,213	-1,604,799	2,112,588	-3,967,624	214,915	3,741,442	884,933	521,493	211,654	2,141,360	-4,698,916
INGRESOS PATRIMONIALES	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
NUEVOS PASIVOS FINANCIEROS	6,560,236	0	339,208	1,316,805	0	0	0	0	85,509	0	0	1,101,946	9,403,705
EGRESOS DE EFECTIVO	1,560,935	6,601,238	5,050,800	7,143,046	14,309,532	2,406,180	6,663,399	11,176,912	7,213,543	7,954,426	10,535,840	22,702,824	103,318,676
EGRESOS POR ctas. RESULTADOS	5,828,819	5,209,789	5,193,799	7,159,662	11,576,167	5,726,741	5,616,252	7,042,822	5,991,561	7,088,086	9,764,521	18,135,939	94,334,157
EGRESOS OPERATIVOS	-4,256,773	-996,472	-2,374,909	-5,504	1,172,530	-9,364,112	-3,467,665	3,184,131	1,233,093	-704,865	-144,696	4,577,996	-11,147,245
EGRESOS POR INVERSION	-11,111	-11,111	-361,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-11,111	-483,333
EGRESOS PATRIMONIALES	0	0	2,593,021	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2,593,021
PAGO DE PASIVOS FINANCIEROS	0	2,399,032	0	0	1,571,947	6,054,662	4,525,923	961,070	0	1,582,317	927,126	0	18,022,076
CAJA FINAL	1,007,860	1,007,860	1,507,860	1,507,860	1,807,860	1,407,860	807,860	807,860	807,860	807,860	807,860	1,007,860	1,007,860
VARIACION DE CAJA	904,830	0	500,000	0	300,000	-400,000	-600,000	0	0	0	0	200,000	904,830
GENERACION NETA DE CAJA	-5,655,406	2,399,032	2,753,813	-1,316,805	1,871,947	5,654,662	3,925,923	961,070	-85,509	1,582,317	927,126	-901,946	12,116,223
MOV. PATRIMONIAL NETO	0	0	-2,593,021	0	0	0	0	0	0	0	0	0	-2,593,021
PASIVOS FINANCIEROS (NETO)	6,560,236	-2,399,032	339,208	1,316,805	-1,571,947	-6,054,662	-4,525,923	-961,070	85,509	-1,582,317	-927,126	1,101,946	-8,618,372



**ANEXO 16**  
**PROYECCION ESTADOS FINANCIEROS MES PICO AÑO 1**

BALANCE GENERAL PRESUPUESTO	AÑO 1												
	AÑO 0	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DICIEMBRE
<b>ACTIVO</b>	<b>58,031,170</b>	<b>54,668,116</b>	<b>53,660,533</b>	<b>51,424,513</b>	<b>51,407,897</b>	<b>38,780,860</b>	<b>43,076,731</b>	<b>40,635,313</b>	<b>44,791,323</b>	<b>48,496,256</b>	<b>48,115,056</b>	<b>48,231,464</b>	<b>53,198,959</b>
Efectivo	95,170	1,000,000	1,000,000	1,500,000	1,500,000	1,800,000	1,400,000	800,000	800,000	800,000	800,000	800,000	1,000,000
Acciones en otras Compañías	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860	7,860
<b>CUENTAS POR COBRAR</b>	<b>42,111,906</b>	<b>42,087,868</b>	<b>39,197,065</b>	<b>36,603,519</b>	<b>36,252,213</b>	<b>32,300,648</b>	<b>29,909,005</b>	<b>27,242,027</b>	<b>28,632,176</b>	<b>28,080,148</b>	<b>28,577,610</b>	<b>31,346,208</b>	<b>42,157,032</b>
Cuentas por cobrar Usuarios	17,295,448	13,428,452	13,801,232	14,226,936	14,652,355	14,345,198	14,541,388	14,451,642	14,343,177	13,942,631	13,469,274	13,340,044	18,503,155
Reserva Incobrables Usuarios	-422,166	-434,077	-444,202	-455,703	-468,445	-476,368	-489,796	-502,495	-516,116	-528,936	-542,271	-558,758	-599,663
Cuentas por cobrar Mayoreo	23,638,499	27,032,577	24,527,415	21,534,292	20,735,292	16,841,123	14,261,928	11,945,538	13,466,207	13,334,336	14,335,873	17,202,236	22,419,614
Reserva Incobrables Mayoreo	-1,068,464	-1,077,388	-1,085,453	-1,092,634	-1,105,094	-1,109,450	-1,117,119	-1,124,961	-1,136,885	-1,145,879	-1,158,074	-1,176,649	-1,205,664
Otras cuentas por Cobrar	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Tarjetas de credito	744,195	1,140,088	399,857	392,412	439,888	701,928	714,388	474,086	477,576	479,781	474,591	541,119	1,041,373
Empleados	76,176	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
Varios Deudores	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216	1,848,216
<b>INVENTARIOS TOTAL</b>	<b>14,288,678</b>	<b>9,625,943</b>	<b>11,520,274</b>	<b>11,738,912</b>	<b>12,084,713</b>	<b>3,120,352</b>	<b>10,218,977</b>	<b>11,055,648</b>	<b>13,832,620</b>	<b>18,100,692</b>	<b>17,233,142</b>	<b>14,592,063</b>	<b>8,559,844</b>
Inventario Importados	14,288,678	8,025,943	10,020,274	10,288,912	10,284,713	1,470,352	8,818,977	9,655,648	12,432,620	16,700,692	15,833,142	13,092,063	7,009,844
Inventario Consignación Indurama	-	450,000	450,000	450,000	650,000	550,000	450,000	450,000	450,000	450,000	450,000	600,000	600,000
Inventario Producto Baja Rotación	-	1,150,000	1,050,000	1,000,000	1,150,000	1,100,000	950,000	950,000	950,000	950,000	950,000	900,000	950,000
resena inventarios	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>PAGOS ANTICIPADOS</b>	<b>-</b>	<b>430,000</b>	<b>430,000</b>	<b>430,000</b>	<b>430,000</b>	<b>430,000</b>	<b>430,000</b>	<b>430,000</b>	<b>430,000</b>	<b>430,000</b>	<b>430,000</b>	<b>430,000</b>	<b>430,000</b>
<b>ACTIVO FIJO</b>	<b>1,527,556</b>	<b>1,516,445</b>	<b>1,505,333</b>	<b>1,144,222</b>	<b>1,133,111</b>	<b>1,122,000</b>	<b>1,110,889</b>	<b>1,099,778</b>	<b>1,088,667</b>	<b>1,077,556</b>	<b>1,066,445</b>	<b>1,055,333</b>	<b>1,044,222</b>
Propiedades y Terrenos	1,147,487	1,136,376	1,125,265	764,153	753,042	741,931	730,820	719,709	708,598	697,487	686,376	675,265	664,153
Revalorizaciones	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069	380,069
OTROS ACTIVOS	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>PASIVO</b>	<b>38,074,790</b>	<b>34,511,080</b>	<b>33,402,330</b>	<b>33,620,325</b>	<b>33,332,331</b>	<b>20,692,953</b>	<b>24,725,156</b>	<b>22,067,304</b>	<b>25,853,493</b>	<b>29,333,703</b>	<b>28,645,552</b>	<b>28,241,223</b>	<b>31,724,800</b>
<b>OPERACIONAL</b>	<b>22,346,022</b>	<b>12,222,076</b>	<b>13,512,358</b>	<b>13,391,145</b>	<b>11,786,346</b>	<b>6,382,371</b>	<b>9,424,189</b>	<b>9,630,120</b>	<b>13,358,581</b>	<b>14,228,265</b>	<b>14,728,209</b>	<b>14,917,729</b>	<b>17,036,536</b>
Proveedores	16,833,171	7,276,270	8,509,025	8,308,770	10,314,365	4,870,374	7,781,262	7,862,123	11,380,294	12,122,195	12,447,598	12,341,011	13,616,022
Otras cuentas por Pagar	1,101,820	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000	900,000
Retenciones al personal	-7,950	22,000	22,000	22,000	22,000	55,000	36,000	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000	38,000
Otros Impuestos por pagar	2,513,000	2,579,885	2,613,607	2,659,943	237,402	241,516	329,405	401,550	524,824	599,731	702,048	875,627	1,370,267
Varios acreedores	654,273	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000	145,000
Participacion empleados	1,251,708	1,298,921	1,322,725	1,355,432	167,578	170,482	232,521	283,447	370,464	423,340	495,563	618,090	967,247
<b>FINANCIERO</b>	<b>15,140,036</b>	<b>21,700,272</b>	<b>19,301,241</b>	<b>19,640,449</b>	<b>20,957,254</b>	<b>13,721,850</b>	<b>14,712,236</b>	<b>11,848,453</b>	<b>11,906,180</b>	<b>14,516,707</b>	<b>13,328,612</b>	<b>12,734,763</b>	<b>14,099,533</b>
Corto plazo	15,140,036	21,700,272	19,301,241	19,640,449	20,957,254	13,721,850	14,712,236	11,848,453	11,906,180	14,516,707	13,328,612	12,734,763	14,099,533
Largo plazo	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>PASIVOS ESPECIALES</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>	<b>588,731</b>
<b>PATRIMONIO</b>	<b>19,956,380</b>	<b>20,157,036</b>	<b>20,258,203</b>	<b>17,804,188</b>	<b>18,075,566</b>	<b>18,087,907</b>	<b>18,351,575</b>	<b>18,568,009</b>	<b>18,937,830</b>	<b>19,162,553</b>	<b>19,469,504</b>	<b>19,990,242</b>	<b>21,474,159</b>
CAPITAL SOCIAL	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000	13,500,000
RESERV. REV PATRIMONIO	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092	595,092
RESERVA FACULTATIVA	675,246	5,861,288	5,861,288	3,268,267	3,268,267	3,268,267	3,268,267	3,268,267	3,268,267	3,268,267	3,268,267	3,268,267	3,268,267
PERDIDAS DE EJER. ANTERIORES	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
APORTE FUT. CAPITALIZACIONES	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UTILIDAD DEL EJERCICIO	5,186,042	200,656	301,823	440,829	712,207	724,548	988,216	1,204,650	1,574,471	1,799,193	2,106,145	2,626,882	4,110,800
<b>PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>58,031,170</b>	<b>54,668,116</b>	<b>53,660,533</b>	<b>51,424,513</b>	<b>51,407,897</b>	<b>38,780,860</b>	<b>43,076,731</b>	<b>40,635,313</b>	<b>44,791,323</b>	<b>48,496,256</b>	<b>48,115,056</b>	<b>48,231,464</b>	<b>53,198,959</b>

PRESUPUESTO MENSUAL	ENERO	FEBRERO	MARZO	ABRIL	MAYO	JUNIO	JULIO	AGOSTO	SEPTIEMBRE	OCTUBRE	NOVIEMBRE	DECIEMBRE	TOTALES	% / VTAS
<b>AÑO 1</b>														
<b>VENTAS</b>	<b>5,825,968</b>	<b>5,111,994</b>	<b>5,141,239</b>	<b>7,246,401</b>	<b>4,000,024</b>	<b>5,791,956</b>	<b>5,676,327</b>	<b>7,274,920</b>	<b>6,094,467</b>	<b>7,298,238</b>	<b>10,204,157</b>	<b>19,552,444</b>	<b>89,218,136</b>	<b>100.00%</b>
USUARIOS	2,811,957	2,388,308	2,715,886	3,038,119	2,195,966	3,201,840	3,027,838	3,247,700	3,056,806	3,179,508	3,930,998	9,753,037	42,547,963	47.69%
MAYOREO	3,014,011	2,723,686	2,425,353	4,208,282	1,804,058	2,590,116	2,648,490	4,027,221	3,037,662	4,118,730	6,273,159	9,799,406	46,670,173	52.31%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>COSTOS</b>	<b>4,607,345</b>	<b>4,045,551</b>	<b>4,007,802</b>	<b>5,770,326</b>	<b>3,075,455</b>	<b>4,459,676</b>	<b>4,407,329</b>	<b>5,748,060</b>	<b>4,771,103</b>	<b>5,815,696</b>	<b>8,253,458</b>	<b>15,277,120</b>	<b>70,238,920</b>	<b>78.73%</b>
COSTOS USUARIOS	1,896,502	1,613,618	1,830,933	2,027,845	1,463,166	2,137,102	2,021,226	2,168,854	2,042,480	2,123,939	2,626,023	6,512,631	28,464,319	66.90%
COSTOS MAYOREO	2,710,843	2,431,933	2,176,869	3,742,481	1,612,290	2,322,574	2,386,103	3,579,206	2,728,623	3,691,757	5,627,435	8,764,488	41,774,601	89.51%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	<b>1,218,623</b>	<b>1,066,443</b>	<b>1,133,437</b>	<b>1,476,075</b>	<b>924,569</b>	<b>1,332,280</b>	<b>1,268,998</b>	<b>1,526,860</b>	<b>1,323,364</b>	<b>1,482,542</b>	<b>1,950,699</b>	<b>4,275,324</b>	<b>18,979,217</b>	<b>21.27%</b>
UTILIDAD BRUTA USUARIOS	915,455	774,690	884,953	1,010,274	732,800	1,064,738	1,006,611	1,078,846	1,014,326	1,055,569	1,304,975	3,240,406	14,083,644	33.10%
UTILIDAD BRUTA MAYOREO	303,168	291,753	248,484	465,801	191,768	267,542	262,387	448,015	309,039	426,972	645,724	1,034,918	4,895,572	10.49%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>TOTAL DE GASTOS DIRECTOS</b>	<b>646,733</b>	<b>638,708</b>	<b>656,716</b>	<b>778,761</b>	<b>659,036</b>	<b>674,755</b>	<b>669,956</b>	<b>695,327</b>	<b>710,355</b>	<b>707,550</b>	<b>839,852</b>	<b>1,402,752</b>	<b>9,080,503</b>	<b>20.94%</b>
GASTOS DIRECTOS USUARIOS	501,323	501,685	525,287	603,478	545,661	537,616	533,091	544,914	548,951	549,949	632,789	1,111,880	7,136,625	16.77%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
GASTOS DIRECTOS MAYOREO	145,410	137,024	131,429	175,283	113,375	137,139	136,865	150,413	161,404	157,601	207,064	290,871	1,943,878	4.17%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>UTILIDAD DIRECTA TOTAL</b>	<b>571,890</b>	<b>427,735</b>	<b>476,721</b>	<b>697,314</b>	<b>265,532</b>	<b>657,525</b>	<b>599,042</b>	<b>831,533</b>	<b>613,009</b>	<b>774,992</b>	<b>1,110,847</b>	<b>2,872,572</b>	<b>9,898,714</b>	<b>11.09%</b>
UTILIDAD DIRECTA USUARIOS	414,132	273,005	359,666	406,796	187,139	527,122	473,520	533,931	465,374	505,620	672,187	2,128,526	6,947,019	16.33%
UTILIDAD DIRECTA MAYOREO	157,758	154,730	117,055	290,519	78,393	130,403	125,522	297,602	147,635	269,372	438,660	744,047	2,951,695	6.32%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>INGRESO FINANCIERO</b>	<b>203,506</b>	<b>198,962</b>	<b>191,566</b>	<b>184,639</b>	<b>177,575</b>	<b>166,032</b>	<b>157,587</b>	<b>147,240</b>	<b>136,595</b>	<b>123,943</b>	<b>110,574</b>	<b>98,930</b>	<b>1,897,151</b>	<b>2.13%</b>
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.00%
GASTO FINANCIERO	111,910	160,401	142,668	145,176	119,085	101,427	108,748	87,580	88,007	107,303	98,521	94,131	1,364,956	1.53%
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>INGRESO FINANCIERO NETO</b>	<b>91,596</b>	<b>38,561</b>	<b>48,898</b>	<b>39,464</b>	<b>58,490</b>	<b>64,605</b>	<b>48,839</b>	<b>59,661</b>	<b>48,589</b>	<b>16,640</b>	<b>12,053</b>	<b>4,799</b>	<b>532,195</b>	<b>0.60%</b>
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>UTILIDAD ANTES G. GENERALES</b>	<b>663,486</b>	<b>466,296</b>	<b>525,619</b>	<b>736,778</b>	<b>324,023</b>	<b>722,130</b>	<b>647,881</b>	<b>891,194</b>	<b>661,598</b>	<b>791,632</b>	<b>1,122,900</b>	<b>2,877,372</b>	<b>10,430,908</b>	<b>11.69%</b>
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>GASTOS DE MATRIZ</b>	<b>348,732</b>	<b>307,602</b>	<b>307,571</b>	<b>311,086</b>	<b>304,665</b>	<b>308,533</b>	<b>308,377</b>	<b>311,083</b>	<b>309,092</b>	<b>310,140</b>	<b>306,056</b>	<b>549,658</b>	<b>3,982,595</b>	<b>4.46%</b>
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>UTILIDAD</b>	<b>314,754</b>	<b>158,694</b>	<b>218,048</b>	<b>425,692</b>	<b>19,358</b>	<b>413,597</b>	<b>339,504</b>	<b>580,111</b>	<b>352,506</b>	<b>481,492</b>	<b>816,844</b>	<b>2,327,713</b>	<b>6,448,313</b>	<b>7.23%</b>
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
OTROS INGRESOS														0.00%
OTROS GASTOS														0.00%
<b>UTILIDAD ANTES IMPUESTOS</b>	<b>314,754</b>	<b>158,694</b>	<b>218,048</b>	<b>425,692</b>	<b>19,358</b>	<b>413,597</b>	<b>339,504</b>	<b>580,111</b>	<b>352,506</b>	<b>481,492</b>	<b>816,844</b>	<b>2,327,713</b>	<b>6,448,313</b>	<b>7.23%</b>
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
15% PARTICIPACION EMPLEADOS	47,213	23,804	32,707	63,854	2,904	62,040	50,926	87,017	52,876	72,224	122,527	349,157	967,247	1.08%
IMPUESTO RENTA Y ADIC.	66,885	33,722	46,335	90,459	4,114	87,889	72,145	123,274	74,907	102,317	173,579	494,639	1,370,267	1.54%
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>200,656</b>	<b>101,167</b>	<b>139,006</b>	<b>271,378</b>	<b>12,341</b>	<b>263,668</b>	<b>216,434</b>	<b>369,821</b>	<b>224,722</b>	<b>306,951</b>	<b>520,738</b>	<b>1,483,917</b>	<b>4,110,800</b>	<b>4.61%</b>

