



**UNIVERSIDAD PERUANA DE CIENCIAS APLICADAS**

**ESCUELA DE POSGRADO**

**PROGRAMA DE MAESTRIA EN FINANZAS CORPORATIVAS**

**La estructura de financiamiento de una empresa retail de consumo masivo y su impacto para la generación de valor**

**TRABAJO DE INVESTIGACIÓN**

Para optar el grado de académico de Maestro en Finanzas

**AUTOR**

Gino Changano Rodríguez (0000-0001-6724-0285)

Noemí Ysabel Vera García (0000-0001-8310-5091)

Virginia Fiorela Arteaga Regalado (0000-0001-8203-8958)

**ASESOR**

Alfredo Zamudio Gutiérrez (0000-0003-2334-5290)

**Lima, 26 de junio de 2018**

# RESUMEN

Debido al crecimiento económico generado en los últimos años, así como el desarrollo del sector retail en el Perú, han brindado la oportunidad de aprendizaje de las mejores prácticas del canal moderno (cadenas de tiendas), incrementando su participación de mercado de consumo masivo llevando al shopper y/o consumidores a buscar mejores estándares de atención. Esto ha sido una oportunidad para empresas de capital peruano que se encuentran en crecimiento y que tienen la capacidad de poder atender a este nuevo consumidor, siendo el objetivo de la presente investigación determinar la relación que existe entre la estructura de capital y la generación de valor de una empresa retail de consumo masivo. El estudio es de tipo descriptivo y se utilizó una empresa peruana con una composición de venta elevada en el formato tradicional (empresas independientes), y con indicadores de rentabilidad por debajo del mercado determinando que destruían el valor de la compañía, por tanto, se buscó desarrollar la estructura de capital más eficiente que permita cambiar los indicadores y poder generar valor en la compañía para lo cual se desarrolló un modelo financiero que tiene como pilar el indicador EVA (Valor Económico Agregado).

**Palabras claves:** EVA, endeudamiento, KPI, WACC, canal moderno, canal tradicional, payback, estructura de capital, ROIC, inventario.

# The structure of the financing of a mass consumer retail company and its impact for the generation of value

## ABSTRACT

Due to the economic growth in recent years, as well as the development of the retail sector in Peru, they have provided the chance to learn the best practices of the modern channel (chain stores), increasing their consumption market taking the shopper and/or consumers to seek better standards of service. This has been an opportunity for growing Peruvian companies that are able to serve this new consumer, being the objective of this research to determine the relationship between the capital structure and the generation of value of a mass consumption retail company.

The study is descriptive and we took as model a Peruvian company with a high sales composition in the traditional format (independent companies), and with indicators of profitability below the market, destroying the value of the company, therefore, we tried to develop the most efficient capital structure that allows to change the indicators and generate value in the company, for which a financial model was developed with the EVA (Economic Added Value) indicator as a pillar.

**Keywords:** EVA, indebtedness, KPI, WACC, modern channel, traditional channel, payback, capital structure, ROIC, inventory

# TABLA DE CONTENIDO

<b>CAPITULO I:</b>	<b>REALIDAD PROBLEMÁTICA</b>	1
1.1	Planteamiento del Problema	1
1.2	Formulación del Problema	5
1.2.1	Problema General	5
1.2.2	Problemas Específicos	5
1.3	Formulación de Objetivo	6
1.3.1	Objetivo General	6
1.3.2	Objetivos Específicos	6
1.4	Formulación de Hipótesis	6
1.4.1	Hipótesis General	6
1.4.2	Hipótesis Específicos	6
1.5	Las variables e indicadores	7
1.5.1	Variables	7
1.6	Matriz De Operacionalización	8
<b>CAPITULO II:</b>	<b>FUNDAMENTOS TEÓRICOS</b>	10
2.1	Marco Histórico	10
2.2	MISIÓN	11
2.3	VISIÓN	11
2.4	Marco Teórico	13
2.4.1	Estructura de Financiamiento	13
2.4.2	Costo de capital	17
2.4.3	Costo de la Deuda	18
2.4.4	Payback de la inversión	18
2.4.5	GMROII	19
2.4.6	EVA	20
2.4.7	WACC:	25
2.4.8	ROIC (Retorno sobre el capital invertido)	26
2.4.9	OTROS INDICADORES	27
2.4.10	Métodos basados en el descuento de flujos de caja	29
2.4.11	Proceso de valoración por medio de Descuento de Flujos de Caja	30

2.4.12	Descuento de flujos de caja libre.....	34
2.5	Marco Conceptual: .....	34
2.6	INVESTIGACIONES .....	35
<b>CAPITULO III:</b>	<b>PRESENTACIÓN Y ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS.....</b>	<b>40</b>
3.1	Presentación de Resultados .....	40
3.1.1	Plan de Crecimiento de las unidades de negocio .....	40
3.1.2	Indicadores de Rentabilidad .....	42
3.1.3	Indicadores De Gestión .....	45
3.1.4	WACC (Costo Promedio ponderado de capital).....	46
3.1.5	EVA – Valor Económico Agregado.....	47
3.2	Contrastación de Hipótesis.....	48
3.3	Discusión de resultados .....	50
<b>CAPITULO IV:</b>	<b>CONCLUSIONES .....</b>	<b>52</b>
<b>CAPITULO V:</b>	<b>BIBLIOGRAFÍA.....</b>	<b>53</b>
<b>CAPITULO VI:</b>	<b>ANEXOS.....</b>	<b>55</b>
ANEXO 01:	INDICADORES.....	55
ANEXO 02:	ESTADO DE RESULTADO (Miles).....	56
ANEXO 03:	ESTADO DE SITUACIÓN (Miles) .....	57
ANEXO 04:	ESTADO DE SITUACIÓN (Miles) .....	58
ANEXO 05:	CALCULO ROIC (Miles).....	59
ANEXO 06:	CALCULO EVA (Miles).....	60

## ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 1: Flujo de fondos y tasa de descuento.....	30
Tabla 2: Ventajas y desventajas del método de descuento de flujos.....	33
Tabla 3: Calculo del CAPM a 10 años.....	46
Tabla 4: Calculo del WACC a 10 años .....	47
Tabla 5: Escenarios del EVA según la variación del Costo de la deuda.....	49

## ÍNDICE DE FIGURAS

Ilustración 1: Principales tiendas de conveniencia y distribución de las ventas .....	2
Ilustración 2: Distribución de los Supermercados en Lima .....	4
Ilustración 3: Estructura organizacional de la empresa.....	12
Ilustración 4: Plan de Apertura de Tiendas .....	41
Ilustración 5: Proyección de crecimiento en Ventas .....	42
Ilustración 6: Evolución del Margen Bruto.....	43
Ilustración 7: Evolución del Margen EBITDA .....	44
Ilustración 8: Evolución Margen NOPAT .....	44
Ilustración 9: Evolución del ROIC .....	45
Ilustración 10: Evolución del GMROI.....	46
Ilustración 11: Resultados del WACC .....	47
Ilustración 12: Resultados del EVA (Valor económico agregado).....	48
Ilustración 13: Relación entre la estructura de capital y la generación de valor.....	49
Ilustración 14: Relación entre la estructura de capital y la generación de valor.....	50

# CAPITULO I: REALIDAD PROBLEMÁTICA

## 1.1 Planteamiento del Problema

El crecimiento económico del Perú en los últimos 10 años ha permitido el cambio del sector *retail* en lima metropolitana, donde en los años 2000 se tenía solo la presencia de pocas empresas que cubrían la necesidad de los clientes tal como fue el caso de E. Wong y Metro, el cual cubría la necesidad de una compra planificada y fue en ese segmento donde se dio el mayor nivel de expansión propiciando la creación de Supermercados Peruanos y la llegada de un grande de latino américa que fue CENCOSUD. Con esto, los supermercados detectaron una nueva oportunidad de volver a ese sector económico, un negocio financiero que fue el de la aparición de las Tarjetas de Crédito llamadas en un inicio, tarjetas de fidelización y que fue un grande diferenciador en la exposición de E. Wong no solo por ser una herramienta de CRM sino porque vino acompañado de un primer *Category Managment*.

Durante esta expansión de mercado un actor que pasó desapercibido o al cual no se le dio la debida atención fueron las bodegas, las cuales cubrían esta necesidad de urgencia del cliente (una compra no planificada), la cual en otros países avanzados sobre todo en Europa fueron cubiertas por empresas como como Carrefour Express.

En el Perú se inició esta expansión en el año 2016 cuando la familia Lindley detecto una oportunidad de cubrir la necesidad del cliente limeño actual el cual busca modernidad y rapidez de atención que no encuentra en los supermercados actuales los cuales presentan una turgurización en clientes, sobre oferta y ruido visual donde las largas colas se volvieron parte de la compra diaria, es ahí donde nace la idea de las tiendas TAMBO+ enfocadas en su modelo de



negocio que mezcla la modernidad de los Mall y la cercanía de las bodegas, con colores chichas.

Es de esta manera donde comienza la segunda expansión del sector retail en el Perú acompañado del cambio de paradigma del consumidor limeño el cual ahora busca cercanía, acompañado a esto las grandes cadenas de Supermercados como lo son SUPERMERCADOS PERUANOS y CENCONSUD se toparon con una problemática principal que es la las áreas de expansión, dado que sus formatos requieren de grandes extensiones de terreno, mayor a los 2500m2 los cuales se volvieron escasos, siendo este un limitante para la expansión y un obstáculo para poder estar más cerca del consumidor final.

En vista de este cambio de paradigma del mercado de Retail, aparecieron junto a TAMBO+ (2016) otros participantes y competencia de la bodega tradicional tales como las tiendas “Mass ✓”(2006) que cuenta con el respaldo del Grupo Intercorp, *MiMarket* (2015) de la Corporación Química Suiza, “✓ *Listo*” tiendas de Primax, “*Viva*” de PECSA y Repshop de REPSOL, los cuales ofrecen un servicio similar a la necesidad del cliente.

Ilustración 1: Principales tiendas de conveniencia y distribución de las ventas

Tienda	Locales 1/
<b>LISTO!</b>	150
<b>REPSOL</b>	130
<b>TAMBO</b>	110
<b>Viva.</b>	40
<b>mi market</b>	9

1/ Estimado en diciembre del 2016.  
Fuente: Euromonitor, medios, APOYO Consultoría



Fuente: medios, APOYO Consultoría

Este nuevo enfoque de un *Shopper* con un paradigma de *Fast Life*, género que grandes grupos económicos se interesaran por esta rápida expansión ofreciendo como indica Ernesto

Aramburu<sup>1</sup>, “estas tiendas ofrecen beneficios asociados como la cercanía, rapidez de compra y extensión de horarios. A demás si bien están enfocados a compras al paso, actualmente son también preferidas por profesionales jóvenes con poco tiempo y una canasta de compra pequeña”.

Así mismo estas tiendas son transversales a los niveles socio económicos. Al manejar productos limitados y básicos, son comodines para todos los segmentos.

Esta rápida expansión ha generado una competencia a las bodegas tradicionales las cuales tienen una participación de 33% del consumo masivo, pero que en países de américa latina mantiene *una participación de 67%*, con lo cual podemos presumir que las bodegas tradicionales que existieron se transformaron o desaparecieron, y es en este punto que consideramos que en el Perú según SEMINIARIO son 120 mil bodegas en lima metropolitana, un promedio de 1 bodega por cada 80 personas.

Junto a la aparición de estos nuevos participantes del mercado de consumo masivo, muchas bodegas tradicionales se volvieron MiniMarkets y se profesionalizaron en la gestión de Retail, permitiendo que se mantengan en el mercado, pero a su vez se tienen bodegas las cuales tienen ubicaciones estratégicas con un público captado pero que mantienen una gestión tradicional.

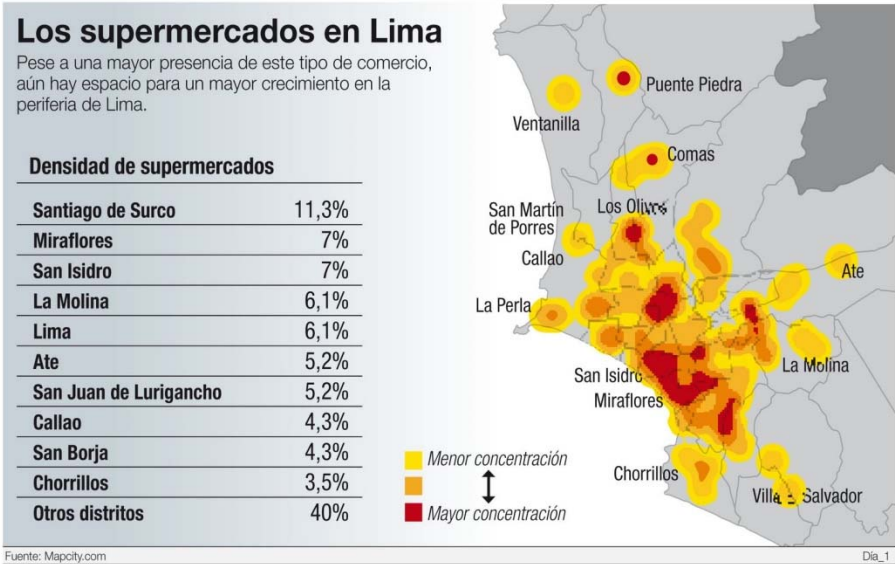
Por tanto en el mercado tenemos pequeñas cadenas de MiniMarkets que cuentan con 4 o 6 tiendas y bodegas en puntos estratégicos subdivididas en aquellos que son negocios de supervivencia y otros que son de emprendedores que tienen un manejo profesional, pero que tienen desventajas competitivas al compararlos con sus competidores que cuentan con el respaldo de grandes comparaciones, siendo la principal las ventajas la falta de economía de escala, los cuales les permiten conseguir costos de compra menores por los volúmenes de

---

<sup>1</sup> Fuente: El Comercio 03.05.16 / María Rosa Villalobos

compra, menor gasto operativo por mayor poder de negociación con los proveedores, menor gasto financiero para el endeudamiento y una estructura de capital adecuada para su crecimiento lo cual genera sostenibilidad a su crecimiento.

Ilustración 2: Distribución de los Supermercados en Lima



Frente a la amenaza de la competencia de Grandes Corporaciones nace la oportunidad de poder brindar una solución de integración a las Bodegas y MiniMarkets ubicados en Lima Metropolitana, para lo cual buscamos desarrollar un modelo de negocio que permita integrar las ventajas y poder cubrir las desventajas que tienen las bodegas y es en este punto donde se propone subsanar bajo un modelo de franquicias teniendo como ejemplo casos de éxito peruano como lo son Bambos, Prados, Astrid & Gaston, entre otros.

La ventaja que tenemos al proponer el modelo de Franquicia para la solución de este problema es que permite primero acceder a las bodegas y MiniMarkets a la economía de escala que, si tienen sus competidores, y por tanto tener una mejor estructura de financiamiento, volviéndose esto una oportunidad para que una empresa pueda replicar un modelo de gestión profesional y con un éxito demostrado.

La importancia de poder realizar este proyecto de expansión enfocado en mantener una estructura de financiamiento correcto a la naturaleza del negocio. Nace dado que el tiempo en que una tienda llega al *Break-Even* es de 12 a 16 meses, y al tener un conjunto de tiendas como proyecto de expansión se vuelve una variable importante el tema de financiamiento, acompañado a esto según A.T. Kearney (2016)<sup>2</sup> una consultora de alta dirección con presencia en más de 40 países, clasifico a Perú en el puesto 9 a nivel mundial en la posición como destino de inversión y en américa latina como número 1, esto basado en factores como tamaño de mercado, riesgo país, saturación de sector y presión a la oportunidad de invertir.

## **1.2 Formulación del Problema**

### **1.2.1 Problema General**

¿De qué manera la estructura de financiamiento de una empresa retail de consumo masivo influye en su generación de valor?

### **1.2.2 Problemas Específicos**

¿De qué manera la estructura de Capital de una empresa retail de consumo masivo influye en su generación de valor?

¿De qué manera el Payback de una empresa retail de consumo masivo influye en su generación de valor?

¿De qué manera la rentabilidad del inventario de una empresa retail de consumo masivo influye en su generación de valor?

---

<sup>2</sup>Fuente: Diario Gestión 13.12.16

## **1.3 Formulación de Objetivo**

### **1.3.1 Objetivo General**

Determinar la influencia de la estructura de financiamiento de una empresa retail de consumo masivo en su generación de valor.

### **1.3.2 Objetivos Específicos**

Determinar la influencia de la estructura de Capital de una empresa retail de consumo masivo en la generación de valor.

Determinar la influencia del Payback de una empresa retail de consumo masivo en la generación de valor.

Determinar la influencia de la rentabilidad del inventario de una empresa retail de consumo masivo en la generación de valor.

## **1.4 Formulación de Hipótesis**

### **1.4.1 Hipótesis General**

La estructura de financiamiento de una empresa retail de consumo masivo influye de manera positiva en su generación de valor.

### **1.4.2 Hipótesis Específicos**

La estructura de Capital de una empresa retail de consumo masivo influye de manera positiva en su generación de valor.

El Payback de una empresa retail de consumo masivo influye de manera positiva en su generación de valor.

La rentabilidad del inventario de una empresa retail de consumo masivo influye de manera positiva en su generación de valor.

## **1.5 Las variables e indicadores**

### **1.5.1 Variables**

Variable Independiente - La estructura de Financiamiento.

Variable dependiente – Generación de valor.

## 1.6 Matriz De Operacionalización

Título	Definición del Problema	Objetivos	Formulación de Hipótesis	Clasificación de variables	Definición Operacional	Metodología	Técnica e Instrumento
La estructura de financiamiento de una empresa Retail de consumo masivo y su impacto para la generación de valor	<p>¿De qué manera la estructura de financiamiento de una empresa retail de consumo masivo influye en su generación de valor?</p> <p><b>Problemas específicos</b></p> <p>¿De qué manera la estructura de Capital de una empresa retail de consumo masivo influye en su generación de valor?</p> <p>¿De qué manera el Payback de una</p>	<p><b>Objetivo General:</b></p> <p>Determinar la influencia de la estructura de financiamiento de una empresa retail de consumo masivo en su generación de valor.</p> <p><b>Objetivos Específicos:</b></p> <p>Determinar la influencia de la estructura de Capital de una empresa retail de consumo masivo en la generación de valor.</p> <p>Determinar la</p>	<p><b>Hipótesis Principal:</b></p> <p>La estructura de financiamiento de una empresa retail de consumo masivo influye de manera positiva en su generación de valor.</p> <p><b>Hipótesis Específicas:</b></p> <p>La estructura de Capital de una empresa retail de consumo masivo influye de manera positiva en su generación de valor.</p>	<p><b>Variables:</b></p> <p>Estructura de Financiamiento</p> <p>o</p> <p>Generación de Valor</p>	<p>➤ <b>Información</b></p> <p>Estructura de capital</p> <p>Payback de la inversión</p> <p>GMROI</p> <p>Costo de capital</p> <p>Creación de valor</p> <p>Liquidez</p> <p>Toma de decisiones</p>	<p><b>Tipo:</b></p> <p>Descriptivo,</p>	<p>Metodizado para proyección de Estados Financieros</p> <p>Generación de valor por medio del EVA.</p>

	<p>empresa retail de consumo masivo influye en su generación de valor?</p> <p>¿De qué manera la rentabilidad del inventario de una empresa retail de consumo masivo influye en su generación de valor?</p>	<p>influencia del Payback de una empresa retail de consumo masivo en la generación de valor.</p> <p>Determinar la influencia de la rentabilidad del inventario de una empresa retail de consumo masivo en la generación de valor.</p>	<p>El Payback de una empresa retail de consumo masivo influye de manera positiva en su generación de valor.</p> <p>La rentabilidad de una empresa retail de consumo masivo influye de manera positiva en su generación de valor.</p>				
--	--	---	--	--	--	--	--



# CAPITULO II: FUNDAMENTOS TEÓRICOS

## 2.1 Marco Histórico

Corporación VK es una empresa dedicada a la comercialización de productos de consumo masivo, inició sus actividades el 15 de agosto de 1997 y con el transcurrir del tiempo ha venido creciendo. Inicialmente los dueños de esta empresa empezaron vendiendo en pequeños puestos en el mercado de Año Nuevo en Comas, mientras eso ellos trataban de ahorrar todo lo que les era posible y así empezaron con una tienda de abarrotes de venta al por mayor y menor, para luego convertirse en una empresa familiar reconocida dentro del medio de venta de productos masivos.

Inicia sus operaciones comerciales en la década de los 90. Siendo su principal aliado estratégico los principales Proveedores líderes en el rubro de abarrotes como Gloria, P&G, Kimberly Clark, Alicorp, Nestle, Protisa, Molitalia, Adm Sao, Intradevco, Clorox.

Tiene una amplia presencia en el mercado que se basa en una red comercial que incluye los siguientes tipos de negocio:

Tiendas Mayoristas (6), Markets (3) y Cash and Carry (4), además de sucursales ubicadas en los principales distritos de Lima Metropolitana y Callao.

En La Actualidad contamos con 13 sucursales ubicadas en los Distritos de: Callao, Callao (Bellavista), San Martin, Puente Piedra, Comas, Santa Anita, Carabayllo y Chorrillos.

Además, su canal de atención institucional, tiene como finalidad atender a los diferentes tipos de empresas públicas y privadas, siendo los líderes en el rubro de abarrotes (Productos y Canastas), brindando un servicio esmerado y personalizado, con los mejores precios del mercado y óptima calidad, realizamos entregas donde lo soliciten (Lima y Callao). Su trayectoria con más de 20 años en el mercado asegura la satisfacción de su atención.

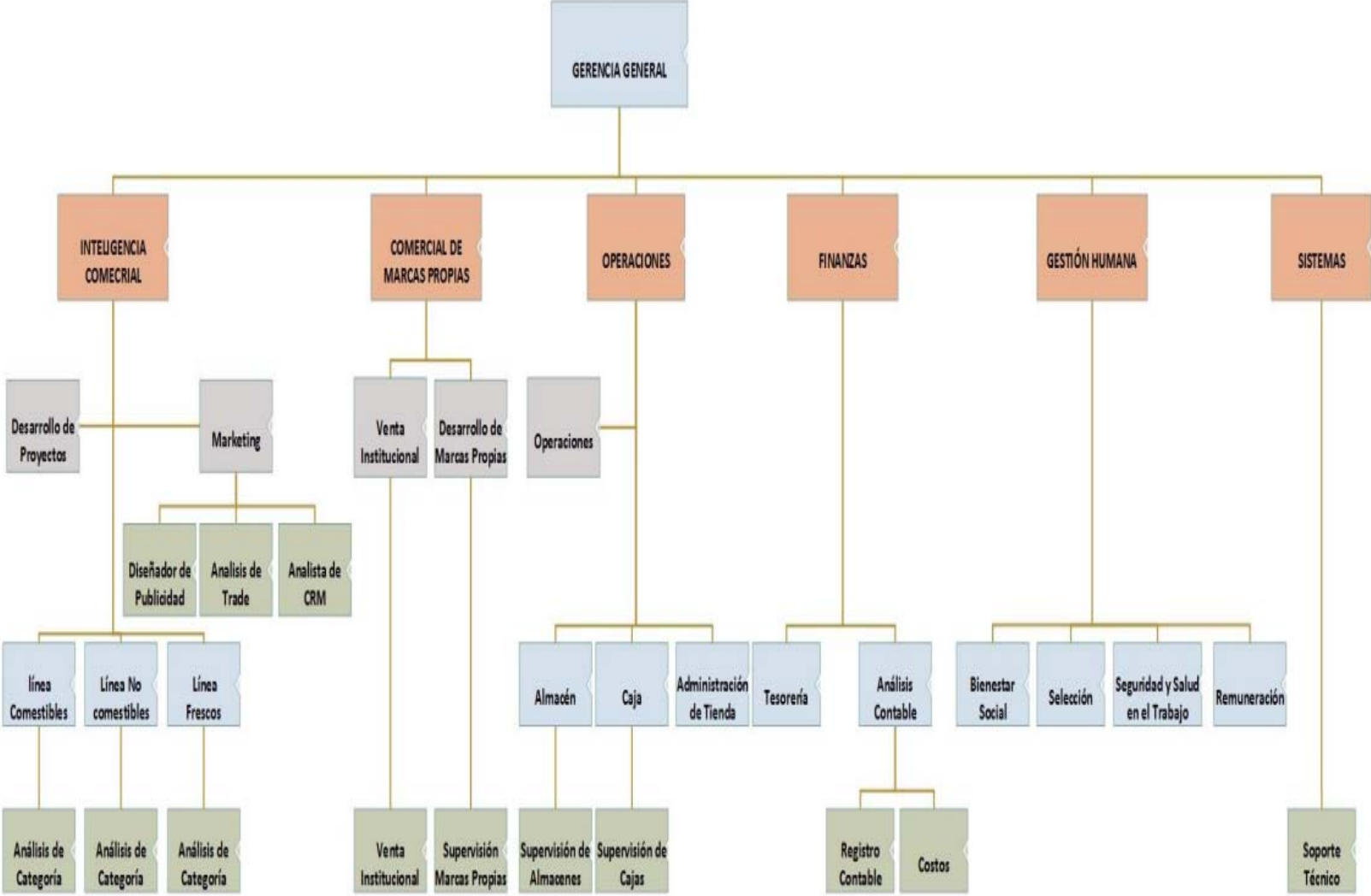
## **2.2 MISIÓN**

Satisfacer siempre las necesidades de nuestros clientes brindando un servicio personalizado, comercializando productos de calidad y garantía, a los mejores precios del mercado. Contamos con un grupo Humano comprometido y motivado brindándoles desarrollo y crecimiento personal. Colaboramos en mejorar el desarrollo de nuestra comunidad, trabajando conjuntamente con nuestra Municipalidad y apoyos sociales, brindando empleo a jóvenes entusiastas en sobresalir”

## **2.3 VISIÓN**

Tener presencia en Lima metropolitana y en principales provincias del Perú al 2022.

Ilustración 3: Estructura organizacional de la empresa



## 2.4 Marco Teórico

### 2.4.1 Estructura de Financiamiento

#### 2.4.1.1 Estructura de capital

Según Mascareñas (2008) y Guadalajara (2012b), el estudio de la Estructura de Capital requiere establecer las siguientes hipótesis:

1. Estacionalidad de los activos, para ello, el beneficio antes de impuestos e intereses (BAII) será repartido íntegramente entre accionistas y acreedores, sólo así se podrá culpar a la estructura de capital de la variación del valor de la empresa si esto ocurre. No hay aumentos de reservas.
2. Los ingresos de la compañía no están sujetos a ningún pago impositivo. Este supuesto será relajado para los mercados imperfectos.
3. La estructura de capital estará compuesta solamente por acciones (recursos propios) y obligaciones (deuda a largo plazo). Cambios en el leverage de la empresa no alterará el valor contable de su pasivo.
4. Los flujos de caja están sometidos a perpetuidad y son constantes.
5. Se nombran otros supuestos ya remarcados en las diferencias entre mercados perfectos e imperfectos como el de no existencia de costes de transacción, información gratuita e instantánea, así como la no existencia de costes de quiebra, ni agencia. Más adelante, estos supuestos inicialmente relajados, serán aplicados para los mercados imperfectos.

#### 2.4.1.2 Mercados Perfectos:

##### Tesis tradicional

Convendría destacar que, según Zambrano y Acuña (2011), esta tesis se encuentra situada en un punto intermedio entre las posturas del Resultado de Explotación (RE) y del Resultado Neto (RN). La primera afirma que todas las estructuras de capital son igual de adecuadas, resulta imposible lograr una óptima, dado que el Coste Medio Ponderado de Capital (CMPC) son constantes y recomiendan buscar proyectos rentables, es decir, con un valor actual neto (VAN) mayor que cero. Por otro lado, el enfoque de la utilidad neta (RN) establece que el coste de la deuda debe ser menor que las tasas de retorno exigidas por los accionistas, ello hace necesario sustituir el capital de los accionistas por deuda, destacando que la estructura de capital óptima será aquella que maximice el uso de la deuda. Esta última tesis es seguida por algunos empresarios arriesgados.

##### Tesis de la Irrelevancia

Según Modigliani y Miller (1958), su fundamento se desarrolla en base a tres proposiciones básicas referidas a la valoración de los títulos de empresas con diferente estructura de capital:

Proposición 1: Afirman que los costes de capitales y el valor de mercado de la empresa son totalmente independientes del grado de apalancamiento (D/S), por tanto, el valor de una empresa con apalancamiento es igual al de otra empresa sin apalancamiento.

Proposición 2: Más centrada en la tasa de retorno de los accionistas para compañías que recurren a la financiación ajena y derivada de la Proposición I. El coste de capital propio depende del grado de endeudamiento donde  $K_0$  y  $K_i$

Proposición 3: Las decisiones de inversión han de tomarse de manera independiente a las decisiones de financiación. Así, un proyecto de inversión puede ser bueno o malo, pero siempre independiente de la estructura de capital de la empresa.

#### 2.4.1.3 Mercados Imperfectos:

Podemos anotar dos grupos de teorías ((Frank & Goyal, 2008; Luigi, 2009):

- Relacionadas principalmente a los costos de quiebra e impuestos: teoría del Trade Off, tanto en su versión estática como en la dinámica.
- Relacionadas principalmente a los costos de agencia y asimetrías de información: teoría del Pecking Order y teoría del Market Timing.

#### □ Teoría del trade Off (TOT)

El modelo MM con impuestos predice la maximización del endeudamiento en las empresas, debido al incentivo de los escudos tributarios que se generan. Kraus y Litzenberger (1973), utilizando el enfoque del estado preferencia, establecen que el valor de la empresa es aquel de la empresa sin endeudamiento más el valor actual de los escudos tributarios menos el valor actual de los costos de quiebra después de impuestos.

Existe un beneficio adicional por incrementar la deuda al reducir los costos de agencia mediante la limitación de los flujos de caja disponibles y la disciplina que

imponen en los gerentes, quienes, al tener efectivo en exceso, tenderán a hacer un uso menos eficiente de los mismos. Jensen y Meckling (1976).

Otra predicción de ésta teoría es que la tasa de endeudamiento varía negativamente con el ritmo de inversiones. Si la empresa realiza mayores inversiones, dispondrá de menos flujo de caja disponible y tendrá menos necesidad de deuda para limitar los intereses de los directivos (Ortega de la Poza, 2007).

#### ❑ Teoría del Pecking Order (POT)

Esta teoría fue propuesta por Myers (1984) y Myers y Majluf (1984). Los gerentes usan información privada para emitir títulos riesgosos cuando estos están sobrevaluados. Los inversionistas (al conocer este problema de información asimétrica) descuentan los valores riesgosos en circulación y los nuevos cuando estos son anunciados.

De manera más simplificada, la POT sugiere que los fondos externos son más caros que los internos y que el capital de fuente externa es más caro que el financiamiento con deuda, por lo que las emisiones de valores (y, especialmente, de acciones) serían poco frecuentes; se realizarán y afectarán la estructura de capital sólo en las empresas con fondos internos insuficientes (Huang & Ritter, 2009).

Los costos de transacción también podrían originar un financiamiento del tipo de la POT cuando estos son más altos para la deuda que para las utilidades retenidas y, de hecho, mayores para el nuevo capital accionario; así, la asimetría de información puede no ser necesaria (Fama & French, 2005).

#### □ Teoría del Market Timing (MTT)

Baker y Wrurgler (2002) establecen que “en esta teoría no existe una estructura óptima de capital, para el Market Timing de las decisiones de financiamiento solo se acumulan a lo largo del tiempo en la estructura de capital resultante”. Desde este punto de vista, la estructura de capital es únicamente producto de las decisiones de financiamiento históricas más que un objetivo primordial.

Si hay expectativas de altos precios de las acciones, las empresas levantarán capital y se endeudarán más en caso contrario (Kayham & Titman, 2007).

### **2.4.2 Costo de capital**

Es el costo que la empresa le implica poseer activos, y se calcula como el costo promedio ponderado de las diferentes fuentes que la empresa utiliza para financiarlos. Es la rentabilidad mínima que deben producir los activos de la empresa. (GARCIA S., 2009).

El nivel de deuda debe analizarse en contexto, teniendo en cuenta no sólo las condiciones internas de la empresa y sus necesidades de caja, sino el mercado en el cual opera, su planeación estratégica y el ciclo de vida de la empresa y la industria, para poder contar a futuro con la flexibilidad financiera suficiente para tener un crecimiento sostenible. No siempre las empresas tienen fondos suficientes en sus recursos internos para satisfacer sus necesidades de inversión, éste déficit financiero se debe compensar con las fuentes externas. (BREALEY, MYERS, & MARCUS, 2007).



### 2.4.3 Costo de la Deuda

El coste de la deuda ( $K_d$ ) es el coste que tiene una empresa para desarrollar su actividad o un proyecto de inversión a través de su financiación en forma de créditos y préstamos o emisión de deuda. (R. Vásquez 2005).

Ecuación 1: Costo de deuda

$$K_d = i(1 - t)$$

### 2.4.4 Payback de la inversión

Es el número de años que la empresa tarda en recuperar la inversión. Este método selecciona aquellos proyectos cuyos beneficios permiten recuperar más rápidamente el capital aportado en principio, es decir, cuanto más corto sea el período de recuperación, mejor será el desempeño del proyecto. Según Sapag (2007)

En todo proyecto en el cual se espera la característica de “Rentable”, se tiene como premisa la recuperación de la inversión, entonces, el tiempo que se demore en recuperar el dinero invertido o “Período de Payback”, se vuelve muy importante, ya que de esto dependerá cuán rentable es, y qué tan riesgoso será llevarlo a cabo. Según L. Blank, & A. (2006)

Ventajas:

Un período corto de recuperación (un corto Payback) configura un retorno rápido de la inversión, práctica muy útil para las empresas que recién comienzan o para las pequeñas empresas.

Con un Período Payback corto, se reducen los riesgos de pérdidas, al asegurar el flujo positivo.

Desventajas:

1. En este método no se toma en cuenta el valor del dinero en el tiempo.
2. Solo mide cuánto demora recuperar la inversión
3. Si se utiliza en la comparación de varios flujos de caja, no se da importancia a la vida útil de los activos, ni tampoco el flujo de caja después del período de retorno.

Ecuación 2:Calculo de retorno de inversión

$$PB = \text{inversión inicial} / \text{resultado promedio del flujo de caja.}$$

Este indicador es usado por las empresas para calcular el plazo de retorno de la inversión:

Tipos de Payback

1. Payback Nominal (simple): No considera el valor del dinero en el tiempo.
2. Payback Descontado: Este usa una tasa de descuento, generalmente anual.

## 2.4.5 GMROI

Es una medida de productividad del inventario. Permite observar cuantas unidades monetarias de margen bruto obtiene la empresa por cada unidad monetaria invertida en el inventario. Un GMROI por encima de 1 implica que,

por cada unidad monetaria invertida en inventario, la empresa recibe más de una unidad monetaria de margen bruto. Si el GMROII es menor a 1, por cada unidad invertida en inventario, la empresa recibe menos de 1 unidad monetaria de margen bruto.

Esta medida es especialmente útil para comparar la productividad de inventario de diferentes productos e inclusive de diferentes tiendas. (Reaño, 2015)

Ecuación 3: Rentabilidad del inventario

$$\frac{\textit{Utilidad Bruta}}{\textit{Inventario Promedio}}$$

#### **2.4.6 EVA**

Nació en respuesta al problema del empleo de indicadores que no contemplaban el costo de oportunidad de accionistas como medida para evaluar la creación de valor (Tellez, 2015).

Otros autores consideran que las expectativas de los accionistas tienen respuestas en el EVA ya que su seguridad estará en la evaluación sistemática de las variables de desempeño, las que confluyen en un retorno de la inversión que cubra los costos de su capital y en la proyección de una imagen positiva en relación al crecimiento, independencia y seguridad financiera (Assaf, 2010; Dalmutt y Murilo, 2014).

La necesidad de altos niveles de productividad y rendimiento de los factores empleados en el proceso productivo exigirá también competencias, habilidades y experiencias de todos los involucrados; por esta razón el EVA es una expresión totalizadora de gestión para crear nuevos valores (Escalera, 2007).

Se establece tres niveles en donde se puede encuadrar el concepto de creación de valor. El primer nivel, un nivel general, es el de maximizar el valor de la empresa. El segundo nivel, maximizar el valor a los tenedores del capital de la empresa, y el tercer nivel se refiere a maximizar el precio de la acción. Según Damodaran (2011)

Se basa en el concepto de que una empresa exitosa debe ganar por lo menos su costo promedio ponderado de capital. Las empresas que obtienen un retorno mayor a sus costos de financiamiento generan valor a sus accionistas (Probe, 2000).

Afirma que el objetivo de la empresa, por consiguiente, de los gerentes y empleados, es maximizar la riqueza de los accionistas, la cual se determina por medio del precio de una acción del capital social, que a su vez se basa en el momento de la obtención de los rendimientos, en su magnitud y en su riesgo. Asegura el autor que debido a que el precio de las acciones representa la riqueza de los propietarios de la empresa, la maximización del precio de las acciones significa la maximización de la riqueza de los propietarios. Según Gitman (2003).

Ecuación 4 | Valor Económico Agregado:

$$EVA = (r - c) \text{ capital}$$

#### 2.4.6.1 Objetivos del EVA

El valor económico agregado procura dar solución a las limitaciones que presentan los indicadores financieros tradicionales, y consideran como sus objetivos específicos los siguientes:

- Implantar en cualquier tipo de empresa (pequeña o transnacional) cotice o no, en la

bolsa de valores.

- Aplicar tanto a una corporación, como a una parte de ella (centro de responsabilidad, unidades de negocio, filiales).
- Fijar metas en la organización.

Según Bonilla (2010), para los autores Amat (1999), Young (2001) y Stern (2002),

#### 2.4.6.2 Medición

- Medir del desempeño de la empresa y sus colaboradores. La innovación y los productos y servicios a la medida del cliente, desarrollados por empleados con elevada preparación profesional, constituyen una fuente crítica de creación de valor que cada vez cobra más importancia.
- Considerar todos los costos que se producen en la empresa.
- Motivar a distintos niveles gerenciales de la empresa. Hay, por lo menos, cuatro factores que impulsan a los directivos a adoptar una orientación en favor de los accionistas:
  - 1) Una posición relativamente sustancial en la propiedad de la empresa.
  - 2) Una remuneración vinculada al comportamiento del rendimiento del accionista.
  - 3) La amenaza de absorción por parte de otra empresa, grupo u organización, y
  - 4) mercados de trabajo competitivos para los directores de grandes empresas.

Según Rappaport (2006)

#### 2.4.6.3 Estrategia para incrementar el valor económico agregado

Teniendo en cuenta que uno de los objetivos básicos de los administradores de una empresa, es la creación de valor para sus propietarios y/o accionistas; por consiguiente, se debe propender por conseguir un EVA positivo, por lo tanto, para la obtención de valor en la empresa, se pueden implementar las siguientes estrategias propuestas por autores como (Riadi, Díaz y Vidal, 2004; Gómez, 2004):

- a) Mejorar la utilidad operacional después de impuestos (UODI) sin realizar más inversión de capital en la empresa. El EVA aumentará en el mismo valor en que se incrementa la UODI.
- b) Invertir en proyectos que generen una rentabilidad mayor al costo de los nuevos recursos que se van a invertir.
- c) Liquidar o discontinuar inversiones de aquellas líneas de negocios que no den beneficios adecuados.

Autores como Vélez (2001), Wilches (2005), consideran también que las anteriores estrategias permiten incrementar el valor económico agregado.

#### 2.4.6.4 Ventajas y desventajas en la utilización del EVA

Entre las principales ventajas en la utilización del EVA, se tienen:

- Fácil de comprender para los no especialistas en temas financieros.
- Considera el riesgo de los recursos usados, a diferencia de los indicadores tradicionales que no lo consideran.

- Facilita la evaluación de la gestión por unidad de negocio, área o centro de responsabilidad no importando su actividad y/o tamaño.
- No sólo se consideran las utilidades, sino también el uso de los recursos. Evita prácticas cortoplacistas que deterioran en el mediano y largo plazo la performance de la empresa.
- Mide en una forma más precisa la riqueza que se obtiene, desde la perspectiva de los accionistas.
- Posibilita una medición efectiva a los efectos de su aplicación como sistema de incentivos monetarios para los directivos y trabajadores de la organización.

Entre las principales desventajas mencionan:

- Por sí solo, puede inducir a tomar decisiones centradas en el corto plazo.
- Causa confusión cuando está muy difundido el uso del valor actual neto.
- Requiere de ajustes contables.
- Tiene un enfoque cuantitativo.
- Tiene un carácter estático. Al estar referida la información que se recoge a una fecha determinada, generalmente aquella donde se dispone de información oficial y auditada, correspondiente al cierre del ejercicio puede estar sesgada por dicha referencia temporal. Esta circunstancia puede afectar al significado de la información que podría estar sesgada por la característica estacional del negocio.
- El carácter estático que tienen los ratios por su configuración, que aun cuando incluyan alguna magnitud dinámica, representan una información en un momento

del tiempo, exige que el analista deba estimar cuáles serán las magnitudes ajustadas en su evolución en el futuro y aquellos hechos que les afectarán y de qué forma, no solamente internos, sino externos.

Según Autores como Mavila & Polar (2006).

#### **2.4.7 WACC:**

No es fácil evaluar el Flujo de caja Libre (FCL) porque los proyectos futuros de la empresa no pueden ser rápidamente identificados o no hay información relevante disponible con respecto a la tasa de descuento. Según Jensen (1986)

El concepto de costo de capital es utilizado en 3 formas.

1. Como un criterio para decisiones de financiamiento en que la mezcla optima de recursos de financiamiento es definida como aquella combinación que minimice el costo promedio ponderado de capital de una empresa.
2. Como un estándar para decisión de inversión en que la tasa mínima acepta de retorno o tasa de descuento en una nueva inversión propuesta es definida como coste promedio de capital.
3. Como una conexión entre las decisiones de inversión y de financiamiento en que la tasa mínima aceptable de nuestras inversiones es medida como una función de la tasa de retorno requerida por los inversionistas de esos valores.

El WACC que es ampliamente empleado como un costo de capital promedio ponderado del capital después de impuestos, no es tan fácil de implementar, dado que requiere que este sea calculado en cada periodo para incluir el cambio del financiamiento en el tiempo.

Según Kaplan y Ruback (1995)



El WACC es el tipo de tasa de descuento utilizado para descontar al valor presente los flujos futuros de caja libre esperados al valor actual para ser distribuido a los inversores. El principio general más importante para estimar el WACC es el de ser coherente con el enfoque de la valoración y con la definición de flujo de caja que se descontara, según Copeland, Kaoller y Murren (2004).

La fórmula general para estimar el WACC después de impuestos es simplemente la media ponderada del costo marginal después de impuesto de cada fuente de capital.

Ecuación 5: Costo de capital promedio ponderado

$$WACC = W_d K_d [(1 - t)] + W_s K_s + W_p K_p$$

“El modelo teóricamente correcto para establecer la estructura de capital consiste en utilizar el WACC distinto para cada año, que refleje la estructura de capital de cada uno de esos años”, dicen Copeland, Koller y Murren (2004).

El WACC no es un costo de oportunidad, sino un promedio de rentabilidad exigida, además, el WACC ajustado por impuestos se ha de multiplicar por el valor de mercado de los activos, no por su valor contable. Según Fernández (2008),

#### **2.4.8 ROIC (Retorno sobre el capital invertido).**

Capital invertido, es igual a capital de trabajo más activo no corrientes menos pasivos no corrientes (Tanto en el pasivo corriente y no corriente no se consideran las partidas contables que generan gastos financieros), como es el caso de obligaciones financieras a corto y largo plazo: Prestamos, emisión de bonos, ni préstamos a relacionadas o filiales dado que la normativa tributaria en el Perú exige el cobro de intereses (Gastos financieros a la tasa promedio del mercado financiero)

Ecuación 6: Capital de trabajo

Capital de trabajo = Activo corriente – Pasivo corriente

Para determinar el pasivo corriente no se toma en cuenta las partidas contables que generen gastos financieros, no se consideran “otros pasivos financieros como son los sobregiros bancarios, obligaciones financieras por préstamos a corto plazo, papeles comerciales parte corriente de la deuda a largo plazo.

## **2.4.9 OTROS INDICADORES**

### **2.4.9.1 ROE**

Es una medida de rentabilidad que indica el margen operativo obtenido por cada unidad monetaria de PATRIMONIO invertido en el negocio. Da una pauta acerca si los activos operativos están generando rentabilidad al accionista. (Reaño, 2015).

Ecuación 7: Retorno del patrimonio

$$\frac{\textit{Utilidad Operativa}}{\textit{Patrimonio}}$$

### **2.4.9.2 ROA**

Es una medida de rentabilidad que indica el margen operativo obtenido por cada unidad monetaria de ACTIVO invertido en el negocio. Da una pauta acerca si los activos operativos están generando rentabilidad al accionista. (Reaño, 2015).

Ecuación 8: Retorno del Activo

$$\frac{\textit{Utilidad Operativa}}{\textit{Activos}}$$

### 2.4.9.3 DIAS DE INVERSION

Indica el tiempo promedio que demora una empresa en convertir su inventario de ventas. Reducir los días de inventario permite que una empresa reduzca el costo financiero de sus activos y maximice su rentabilidad. (Reaño, 2015).

Ecuación 9: Días de inventario

$$\frac{\text{Inventario Promedio}}{\text{Costo de venta}} \times 360$$

### 2.4.9.4 ROTACIÓN DE INVENTARIO

Este KPI mide la cantidad de veces que el stock de un negocio o de un determinado producto se renueva durante un determinado ciclo comercial. El stock de mercadería de un negocio es dinero inmovilizado. Son bienes que han sido comprados y que todavía no han sido vendidos, por lo tanto, siendo simplistas, podríamos decir que cuando menos stocks tengas en tienda mejor para la situación financiera de tu negocio. Según M. Alvarez (2015),

Ecuación 10: Rotación de Inventario

$$\text{Rotacion} = \frac{\text{Ventas del Periodo}}{\text{Stock medio del periodo}}$$

### 2.4.9.5 EBITDA

Hace referencia a las ganancias de las compañías antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones. Es decir, se entiende como el beneficio bruto de explotación calculado antes de la deducibilidad de los gastos financieros. E. Cornejo; D. Díaz (2006)

## **Calculo del Ebitda**

Para su cálculo se emplea el estado de resultados de la empresa (o de ganancias y pérdidas), teniendo como base la utilidad operativa, considerada, considerada como las utilidades antes de impuestos e intereses. M. Apaza Meza (2004)

### **2.4.10 Métodos basados en el descuento de flujos de caja**

Estos métodos se basan en la búsqueda del valor de una empresa a través de la estimación de los flujos de fondos futuros que ésta sea capaz de generar y definen al valor como el resultado de la actualización de los rendimientos futuros que se espera obtener del negocio.

Para la obtención de los flujos futuros, estos métodos se basan en la determinación de hipótesis detalladas de todas las partidas financieras relacionadas con la generación de dichos flujos. Posteriormente, se proyectan dichas partidas el número de ejercicios que se desee y se actualizan los resultados finales a través de una tasa de descuento apropiada para cada flujo de fondos.

En la actualidad los métodos de valoración más utilizados son los basados en el descuento de flujos de fondos o cash flows. Ello se debe principalmente, a que consideran a la empresa como un ente generador de flujos de fondos, y para obtener una valoración de la misma se calcula el valor actual de dichos flujos utilizando una tasa de descuento apropiada. El valor de las acciones de una compañía proviene de la capacidad de la misma para generar riqueza para los inversores.

A través de estos métodos, que se basan en el pronóstico detallado y cuidadoso, para cada periodo, de cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de Cash Flows correspondientes a las operaciones de la empresa, el valor de la empresa, se

determina mediante la estimación de los flujos de caja que generará en el futuro, para luego obtener una valoración en el momento actual mediante la aplicación de una tasa de descuento apropiada según el riesgo de los mismos.

Tabla 1: Flujo de fondos y tasa de descuento.

<b>Tasas de Descuento para los Flujos de Fondos</b>	
<b>Flujo de Fondos</b>	<b>Tasa de Descuento Apropriada</b>
<b>CFAC.</b> Flujo de fondos para los accionistas.	<b>Ke.</b> Rentabilidad exigida para los accionistas
<b>FCF.</b> Flujo de fondos libre.	<b>WACC.</b> Coste ponderado de los recursos (deuda y acciones)

**Fuente:** Fernández, P. (2000). Creación de valor para los accionistas (p. 102).

Barcelona, España.

#### 2.4.11 Proceso de valoración por medio de Descuento de Flujos de Caja

Las etapas fundamentales es un proceso de valoración por medio de descuento de flujos son las siguientes:

##### 2.4.11.1.1 Etapas básicas de una valoración por descuento de flujo

<b>A. ANALISIS FINANCIERO</b>	<b>B. ANALISIS ESTRATEGICO COMPETITIVO</b>
Evolución de las cuentas de resultado y balance.	<p>Evolución del sector</p> <p>Evolución de la posición competitiva</p> <p>Identificación de la cadena de valor</p>

<p>Evolución de los flujos generados por la empresa.</p> <p>Evolución de las inversiones</p> <p>Evolución de la financiación</p> <p>Análisis de la salud financiera</p>	<p>Posición competitiva de los principales competidores</p>
---	---

**2.4.11.1.2**     Proyecciones del flujo futuros

<b>A. PREVISIONES FINANCIERAS</b>	<b>B. PREVISIONES ESTRATEGICAS COMPETITIVAS</b> <b>Y</b>
<p>Cuenta de resultado y balance.</p> <p>Flujos generados por la empresa.</p> <p>Inversiones</p> <p>Financiación</p> <p>Valor Terminal</p>	<p>Previsión de la evolución del sector</p> <p>Previsión de la posición competitiva</p> <p>Posición competitiva de los principales competidores.</p>
	<b>C. CONSISTENCIAS DE LAS PREVISIONES DE FLUJO</b>
	<p>Consistencia financiera de las previsiones</p> <p>Comparación de las previsiones con las cifras históricas</p> <p>Consistencia de los flujos con el análisis estratégico</p>

#### 2.4.11.1.3 Proyecciones del flujo futuros

Para cada unidad de negocio y para la empresa en conjunto:

Coste de la deuda

Rentabilidad exigida a las acciones

Coste ponderado de los recursos

#### 2.4.11.1.4 Interpretación de los resultados

Comparación del valor obtenido con el valor contable

Benchmarking del valor obtenido: comparación con empresas similares

Análisis de sensibilidad del valor a cambios en los parámetros fundamentales

Identificación de la creación de valor previa

Sostenibilidad de la creación de valor (Horizonte temporal)

Justificación estratégica de la creación de valor prevista.

**Fuente:** Fernández, P. (2000). Creación de valor para los accionistas (p. 104)

Ventajas e Inconvenientes de los métodos de descuento de flujos Aseguran que los métodos de flujo de caja descontados son los más correctos conceptualmente, y por ende los utilizados con mayor frecuencia: Según Sanjurjo y Reinoso (2003)

Tabla 2: Ventajas y desventajas del método de descuento de flujos

VENTAJAS	INCONVENIENTES
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Basa el valor de la empresa en su capacidad para generar rentas futuras, teniendo en cuentas las inversiones necesarias para obtener dichos resultados.</li> <li>• Facilita la valoración por unidades de negocio</li> <li>• Incorpora el riesgo, tanto el operativo como el financiero, al análisis del negocio.</li> <li>• Tiene en consideración el dinero corriente y el constante.</li> <li>• Evita la falta de homogeneidad de la información contable.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Incertidumbre que genera todo establecimiento de hipótesis.</li> <li>• Sensibilidad de la hipótesis</li> <li>• Estimación de los ingresos futuros.</li> <li>• Determinación del coste de los recursos.</li> <li>• Cálculo del valor residual.</li> <li>• Cálculo de las hipótesis de reinversión de los flujos generados</li> </ul>

**Fuente:** Sanjurjo, M., & Reinoso, M. (2003). Guía de valoración de empresas (p.

117). Madrid, España.



## 2.4.12 Descuento de flujos de caja libre

Los flujos de caja o flujos de fondos libres reflejan los recursos financieros generados por las operaciones que realiza la empresa, sin tener en cuenta las deudas con instituciones financieras y una vez deducidos los impuestos fiscales.

Este método consiste en descontar los flujos de caja libres al Costo Ponderado de los Recursos (WACC), ya que los flujos de caja libres pertenecen a todos los proveedores de financiación de la empresa, siendo estos ajenos (deuda) y recursos propios (acciones).

## 2.5 Marco Conceptual:

### Estructura de capital:

Es la mezcla específica de la deuda de largo plazo y de capital que la compañía usa financiar sus operaciones.

### Costo de capital:

Es la tasa de rendimiento que debe obtener una empresa sobre sus inversiones para que su valor en el mercado permanezca sin alteración.

### Endeudamiento:

Define la proporción de las fuentes de financiamiento, teniendo en cuenta la expectativa de rentabilidad de los accionistas y la tasa de interés ofrecido.

### Valor de la empresa:

Es un cálculo económico que refleja el valor de mercado de un negocio entero

### EVA:

Importe que queda una vez cubiertos todos los gastos y satisfecha la rentabilidad mínima esperada por parte de los inversores.

### KPI:

Es una medida del nivel del desempeño de un proceso. Indicador clave de rendimiento.

WACC:

Es la tasa de descuento que se utiliza para descontar los flujos de caja futuros a la hora de valorar un proyecto de inversión.

EBITDA:

Ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización

Benchmarking:

Es un proceso sistemático y continuo para evaluar los diversos procesos de trabajo en una empresa, reconocidos como mejores prácticas.

Inventario:

Son los bienes que posee la empresa y están destinados para la venta.

Flujo de Caja Libre (FCL):

Flujos generados por la empresa y que están disponibles para ser distribuidos entre los proveedores y/o accionistas

ROIC:

Es la tasa de retorno sobre el capital invertido.

Capital de Trabajo:

Fondo económico que tiene y utiliza la empresa para seguir reinvertiendo.

Payback:

Tiempo requerido para recuperar el capital inicial de una inversión

Nopat:

Beneficio después de impuestos

## 2.6 INVESTIGACIONES

**Zambrano Vargas, S. M. (2011).** Análisis de la estructura de capital en la empresa de servicios públicos de Sogamoso COSERVICIOS S.A. E.S.P. para los años 2007 a

2009. Tesis para obtener el grado académico de Magister en Administración. Universidad Nacional de Bogotá – Colombia.

El objetivo de este trabajo es, a partir de una revisión de la literatura, examinar la evolución de algunas teorías sobre estructura de capital conocidas desde la década de los 50, con el fin de poder evidenciar los diversos enfoques surgidos alrededor de éste concepto a partir del estudio de diferentes autores. Además, se muestra que, a pesar de los avances en el estudio de la estructura de capital por parte de los académicos e investigadores del tema, aún no ha sido posible llegar a un consenso con respecto a cuál es la teoría que mejor se acerca a las condiciones financieras tanto externas como internas que enfrenta una firma.

**Rodríguez Ocampo. J. F. (2010).** Análisis de la relación valor de mercado de las empresas del sector real colombiano y el EVA. Tesis para obtener el Grado Académico de Magister en Finanzas. Universidad ICESE, Facultad de Ciencias Administrativas y Económicas, Colombia.

Este trabajo analiza la relación que existe entre el indicador EVA y el valor de mercado de empresas del sector real que cotizan en bolsa en Colombia en el periodo 2003-2008. También para efectos comparativos se analizan la relación con respecto a otros indicadores contables como el NOPAT, ROA Y ROE. 8 Para ello, se desarrolla un estudio basado en regresiones de paneles no balanceados para las diferentes empresas. Los resultados señalan que para la muestra estudiada existe una relación directamente proporcional del EVA y el NOPAT, siendo el mayor la relación del EVA cuando se hace una diferenciación entre EVA positivos EVA negativos.

El uso del EVA es una medida que está relacionada con el valor del mercado en las empresas a diferencia de otros indicadores tradicionales como el ROA y el ROE que

no mostraron ninguna relación. Un hallazgo importante es que el valor de mercado de las empresas no está relacionado con el nivel de ventas ni con la participación de los activos fijos netos en el valor total.

**Flores Estévez, B. S. (2008).** Aplicación del valor económico agregado como indicador financiero en una empresa distribuidora de productos farmacéuticos. Tesis para obtener el grado académico de Magister en Finanzas. Universidad de San Carlos, Facultad de Ciencias Económicas, Guatemala.

El objetivo de este trabajo es, a partir de una revisión de la literatura, examinar la evolución de algunas teorías sobre estructura de capital conocidas desde la década de los 50, con el fin de poder evidenciar los diversos enfoques surgidos alrededor de éste concepto a partir del estudio de diferentes autores. Además, se muestra que, a pesar de los avances en el estudio de la estructura de capital por parte de los académicos e investigadores del tema, aún no ha sido posible llegar a un consenso con respecto a cuál es la teoría que mejor se acerca a las condiciones financieras tanto externas como internas que enfrenta una firma.

Los resultados mencionan que las distribuidoras de productos farmacéuticos son entidades mercantiles que sirven de representantes de laboratorios nacionales o internacionales, cuyo fin principal es la compra-venta de especialidades para el cuidado de la salud, no obstante, como cualquier empresa buscan ser rentables para hacer crecer su negocio, realizar nuevas inversiones y para repartir dividendos entre los accionistas. Asimismo, que los indicadores tradicionales usados para medir la rentabilidad se basan en incrementar las utilidades, sin embargo, el objetivo de la compañía y por consiguiente, el de todos los administradores y empleados debe ser maximizar la riqueza de los propietarios para quienes se está trabajando por sobre la

utilidad. 9 La maximización de la riqueza representa el verdadero rendimiento fundamentado en la obtención de un beneficio sostenible durante un tiempo determinado. También menciona que el EVA no es la solución de los problemas financieros, es un indicador de apoyo para la toma de decisiones que pretende originar estrategias que aunadas a un análisis viable promueve el desarrollo de la entidad. Es una herramienta que aplicado periodo a periodo, demuestra que se está produciendo remanentes que contribuyen a la creación de valor, producto del mejoramiento de la calidad las decisiones. La estrategia es vital para el desarrollo de la empresa, porque constituye la determinación de metas financieras y los objetivos principales a corto, mediano y largo plazo, así como la adopción de cursos de acción y asignación de recursos necesarios para lograr el cumplimiento de tales propósitos. También menciona que la aplicación del Valor Económico Agregado muestra hasta qué punto de rentabilidad generada supera el costo de oportunidad de las accionistas, convirtiéndose en un indicador financiero que establece la correspondencia de las actividades de la compañía con la creación de valor o la necesidad de realizar cambios basados en estrategias financieras.

**Socolich Mansilla M. I. (2007).** Desempeño financiero y creación de valor en empresas chilenas fusionadas para el año 2006. Tesis para obtener el grado académico de Magister en Gestión y Dirección de Empresas, Universidad de Chile.

El objetivo del presente estudio es el de analizar la creación de valor mediante la estrategia de fusión en el sector financiero chileno. La evolución y crecimiento del sistema financiero chileno ha provocado la búsqueda de nuevas estrategias que puedan hacer frente a la competencia y obtener mayor valor para los accionistas. La búsqueda de economías de escala explotando la tecnología y mediante la reducción

de costos para el desarrollo de nuevos productos ofrece una base sólida para el crecimiento de las empresas.

Finalmente se concluye que la estrategia de fusión para el Banco de Chile y el Banco Santander - Santiago ha generado valor para los accionistas en el mediano plazo, los altos costos que demanda una fusión bancaria y los procesos de homologación dentro de las entidades fusionadas no permiten obtener los resultados en el corto plazo

# **CAPITULO III:PRESENTACIÓN Y ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS**

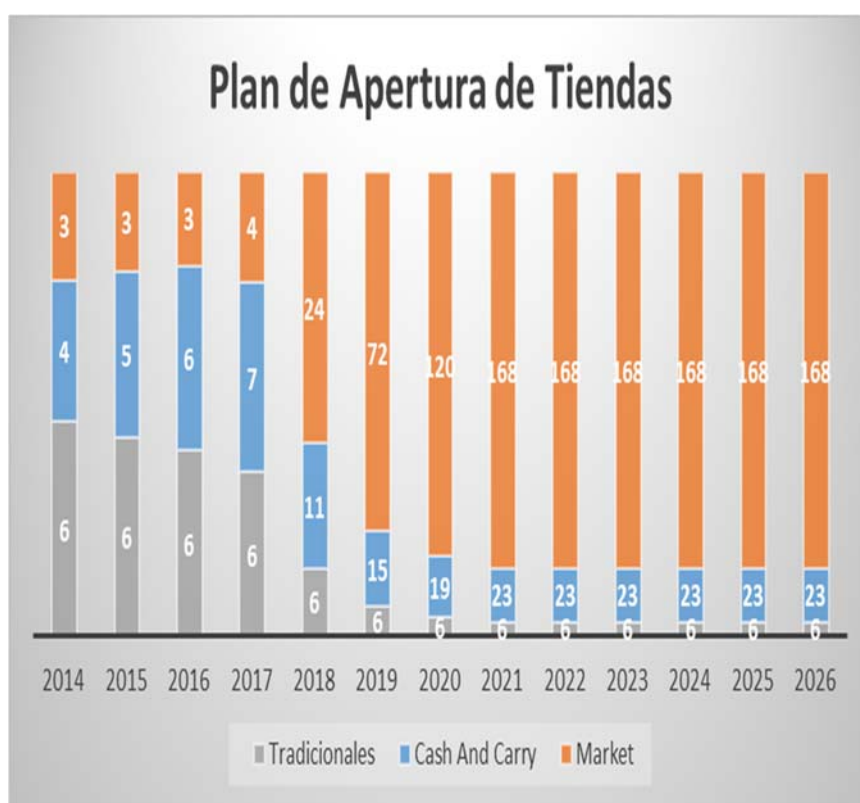
## **3.1 Presentación de Resultados**

### **3.1.1 Plan de Crecimiento de las unidades de negocio**

Las unidades de negocio se encuentran divididas en 3 formatos:

- ✓ Canal Moderno
  - MiniMarket
  - Cash And Carry
- ✓ Canal Tradicional

Ilustración 4: Plan de Apertura de Tiendas



Se proyectó un crecimiento de las tiendas enfocado en el canal moderno y con mayor énfasis en las tiendas MiniMarkets como se muestra el plan de crecimiento:

En base al proyectado de aperturas y enfoque al desarrollo del canal moderno, es que se ha realizado la evaluación del impacto en el Valor Económico agregado de la compañía, así como de otros indicadores relevantes para el estudio.



Ilustración 5: Proyección de crecimiento en Ventas



Dentro del estudio realizado no se especifica o se pone en discusión el punto referente a ubicaciones geográficas, dado que no es parte de esta tesis evaluar el punto señalado, por tanto, para poder evaluar el nivel de crecimiento en ventas se asume una tasa de crecimiento en ventas de las tiendas

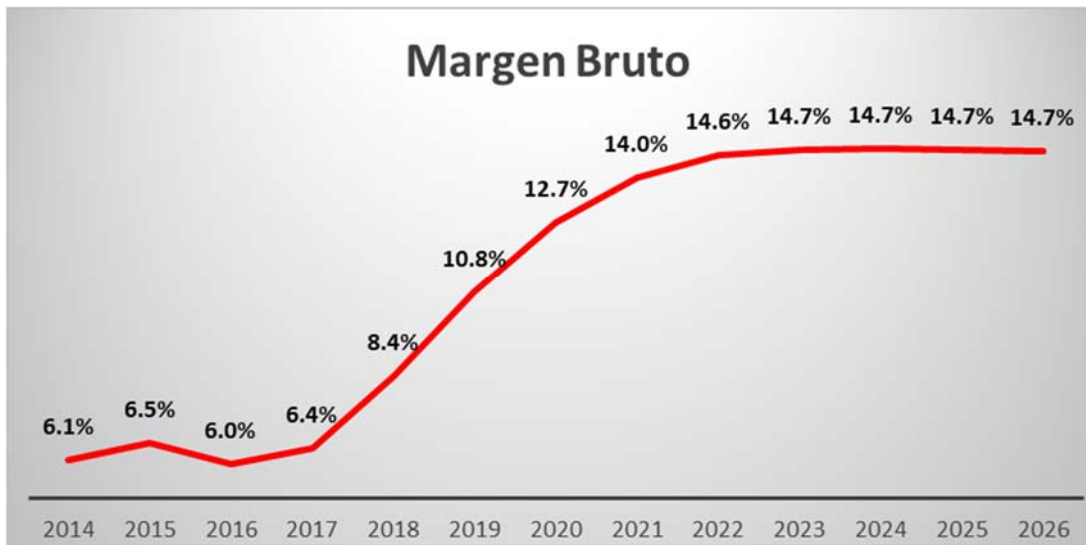
en base a su fecha de apertura, así como una tasa de crecimiento de largo plazo de 3% una vez este en etapa de maduración en el año 5.

### 3.1.2 Indicadores de Rentabilidad

Como se puede apreciar en el gráfico el principal reto de la compañía es el de incrementar el margen bruto de venta el cual ya incluye los Rebates comerciales, este crecimiento tiene sustento en la siguiente estrategia:

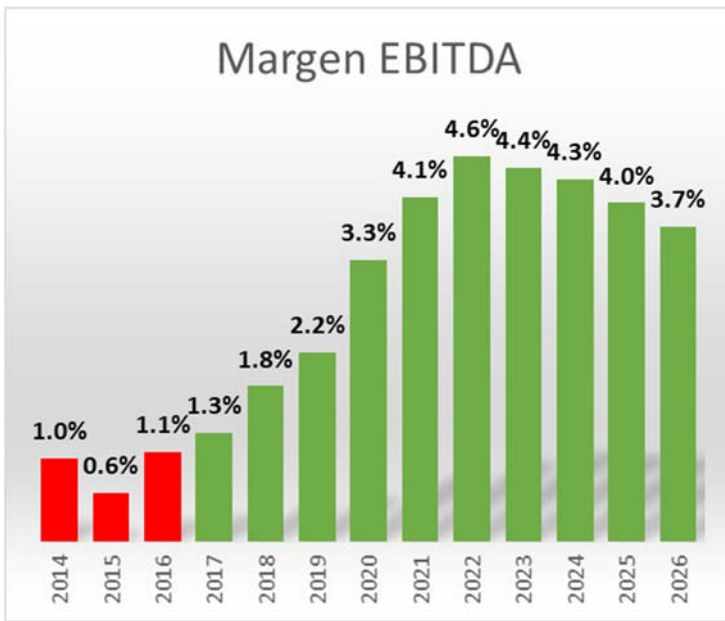
- 1) Desarrollo de categorías y líneas de producto de mayor rentabilidad (NoonFood).
- 2) Implementación del Category Management (Gestión por Categorías)
- 3) Crecimiento de las unidades de negocio del canal moderno (Cash And Carry y Market)

Ilustración 6: Evolución del Margen Bruto



Al 2016 la empresa mantiene un 45% de participación de venta en el canal tradicional donde el margen bruto de venta se encuentra entre 5% - 6%, y para la proyección se busca el desarrollo del canal moderno donde el margen potencial puede llegar hasta un 11% para las tiendas Cash And Carry y 20% para los market. En base a lo anterior se sustenta el crecimiento del margen bruto.

Ilustración 7: Evolución del Margen EBITDA



En base a la mejora del margen bruto y control eficiente del gasto permite mejorar el indicador de rentabilidad EBITDA (Beneficios antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones), este

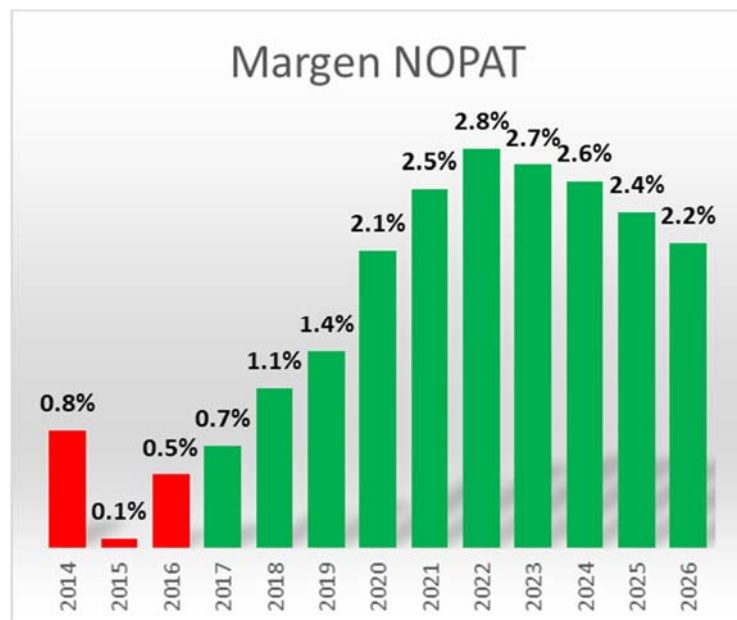
indicador se vuelve esencial para el análisis dado que es la base para el cálculo del NOPAT (Beneficios antes de intereses y después de impuestos).

Ilustración 8: Evolución

### Margen NOPAT

EL NOPAT proyectado tiene una evidente mejora, pero como se indicó anteriormente esto se debe a una mejora del EBITDA y EBIT de la compañía.

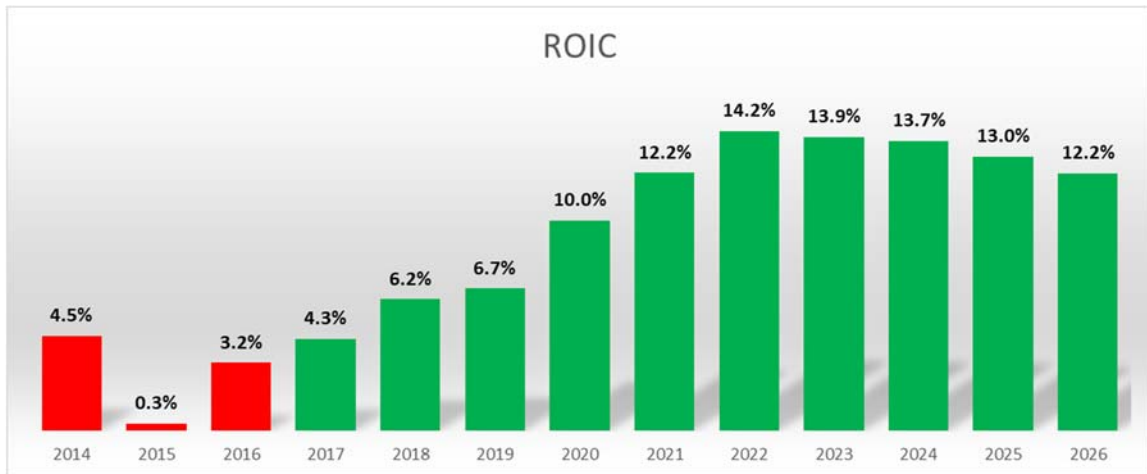
Para poder evaluar la real capacidad de la empresa en poder tener eficiencia en el



control de sus activos e inversión realizada se construyó el indicador ROIC (Retorno del capital invertido)

El cual al igual que los indicadores antes mencionados presente un crecimiento sostenible.

Ilustración 9: Evolución del ROIC



Los resultados demuestran una mejora en la eficiencia del capital invertido en la empresa, basado en:

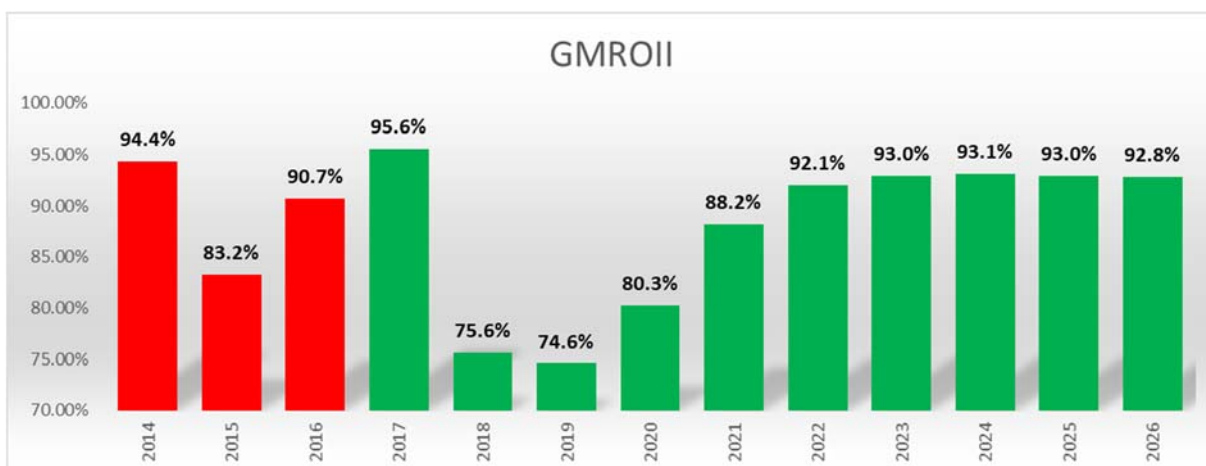
- 1) Mejora en el margen bruto
- 2) Mejora del EBITDA
- 3) Estructura de financiamiento estable

El ROIC por sí mismo no permite evaluar la capacidad de la empresa para la generación de valor por lo que el siguiente paso fue el evaluar los resultados del capital promedio ponderado actual y proyectado de la empresa.

### 3.1.3 Indicadores De Gestión

El indicador utilizado en la Tesis para evaluar la empresa es el GMROII permitiendo evaluar la gestión del área comercial al poder tener un solo indicador para el Margen Bruto y Rotación de Inventario de la siguiente manera:

Ilustración 10: Evolución del GMROII



Como se ve en el gráfico para el año 2018,2019,2020 son los años más bajos en cuanto a la rentabilidad del inventario esto se debe básicamente al tiempo de maduración de las tiendas, donde conforme se incrementa el nivel de ventas esta ratio se debe ir corrigiendo hacia un nivel estable de 93% de largo plazo.

### 3.1.4 WACC (Costo Promedio ponderado de capital)

Para realizar el cálculo se utilizó las ratios calculados en la página web de Damodaran, se utilizó los Beta No Apalancado del sector y en base a este se calculó el Beta Apalancado utilizando el nivel de apalancamiento de la compañía en cada uno de los años y en base a eso se utilizó el CAPM para calcular el Costo de oportunidad de los accionistas.

Tabla 3: Calculo del CAPM a 10 años.

	HISTORICO			PROYECCIÓN									
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Beta no Apalancado</b>	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
Apalancamiento	3.48	5.12	3.96	3.68	5.18	7.34	6.81	4.85	3.05	2.03	1.38	0.96	0.67
<b>Impuesto</b>	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Beta Apalancado	4.14	5.74	4.61	4.34	5.80	7.91	7.39	5.48	3.73	2.73	2.09	1.68	1.40
Tasa Libre de Riesgo	5.31%	5.16%	5.03%	5.03%	5.03%	5.03%	5.03%	5.03%	5.03%	5.03%	5.03%	5.03%	5.03%
Rendimiento de Mercado	9.10%	9.03%	8.64%	8.64%	8.64%	8.64%	8.64%	8.64%	8.64%	8.64%	8.64%	8.64%	8.64%
Riesgo Pais	1.66%	1.66%	1.66%	1.66%	1.66%	1.66%	1.66%	1.66%	1.66%	1.66%	1.66%	1.66%	1.66%
<b>CAPM</b>	<b>22.7%</b>	<b>29.1%</b>	<b>23.4%</b>	<b>22.4%</b>	<b>27.7%</b>	<b>35.3%</b>	<b>33.4%</b>	<b>26.5%</b>	<b>20.2%</b>	<b>16.6%</b>	<b>14.3%</b>	<b>12.8%</b>	<b>11.8%</b>

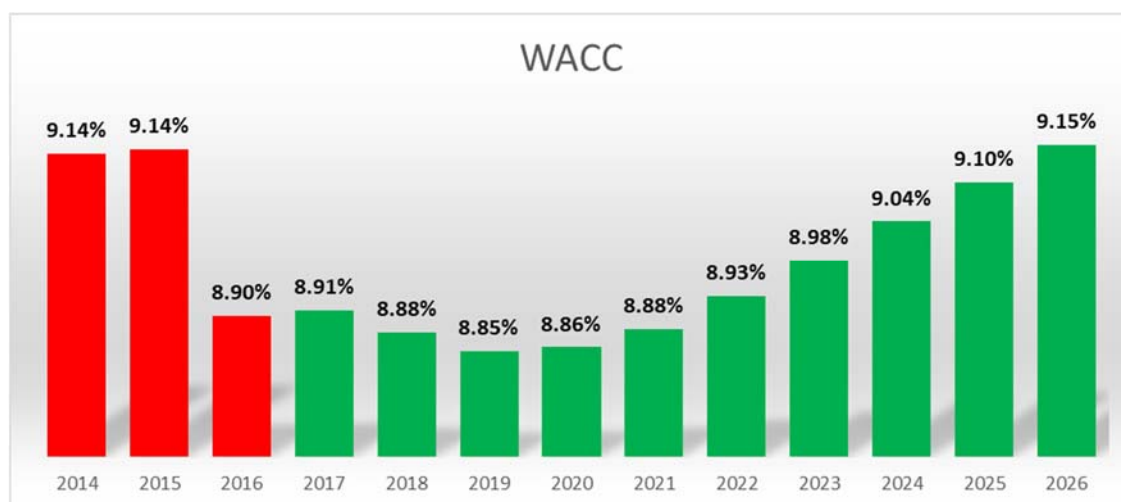
Para el cálculo del Wacc también se elaboró uno por cada año según la estructura de capital de la compañía.

Tabla 4: Calculo del WACC a 10 años

	HISTORICO			PROYECCIÓN									
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Peso Patrimonio (We)	22.3%	16.3%	20.2%	21.4%	16.2%	12.0%	12.8%	17.1%	24.7%	33.0%	42.1%	51.1%	59.8%
Costo de Patrimonio (Ke)	22.7%	29.1%	23.4%	22.4%	27.7%	35.3%	33.4%	26.5%	20.2%	16.6%	14.3%	12.8%	11.8%
Peso Deuda (Wd)	77.7%	83.7%	79.8%	78.6%	83.8%	88.0%	87.2%	82.9%	75.3%	67.0%	57.9%	48.9%	40.2%
Escudo Tributario (1-t)	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
Costo deuda (Kd)	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
<b>WACC</b>	<b>9.14%</b>	<b>9.14%</b>	<b>8.90%</b>	<b>8.91%</b>	<b>8.88%</b>	<b>8.85%</b>	<b>8.86%</b>	<b>8.88%</b>	<b>8.93%</b>	<b>8.98%</b>	<b>9.04%</b>	<b>9.10%</b>	<b>9.15%</b>

Los resultados pueden evidenciar que por año existe un ligero incremento el cual se debe a la estructura de capital de la empresa, para lo cual es importante mencionar que uno de los supuestos de la tesis es que el KAPEX de la compañía se realiza hasta el año 2021, posterior a ello no se realizan más aperturas de tiendas, con lo cual la estructura de capital se modifica y se incrementa la participación del patrimonio, generando que WACC se incrementó a partir del año 2022.

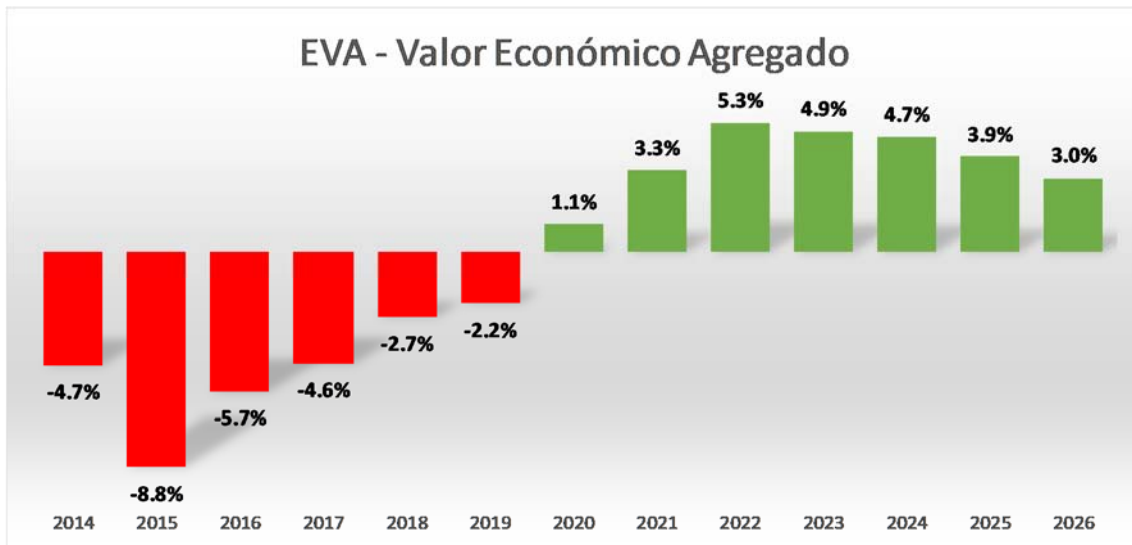
Ilustración 11: Resultados del WACC



### 3.1.5 EVA – Valor Económico Agregado

Como indicador para evaluar la generación de valor de la compañía en base al proyecto planteado se construyó el EVA el cual es la diferencia entre el ROIC - WACC, de lo cual se obtuvo el siguiente resultado:

Ilustración 12: Resultados del EVA (Valor económico agregado)



Desde el año 2014 al 2016 son los valores históricos de la empresa, y podemos evidenciar un decrecimiento en la generación de valor, dado que el resultado es negativo, con lo cual se puede demostrar que la empresa destruyó valor, siendo el principal motivo el Margen Bruto de Venta el cual redujo la capacidad de la empresa en generar un ROIC mayor al WACC.

A partir del año 2018, a pesar de que el resultado es aún negativo esto se debe a que la Apertura de tiendas nuevas tiene un periodo de maduración como se señaló en un punto anterior y esto se puede evidenciar en el año 2020 cuando el EVA se vuelve positivo llegando a un máximo en el 2022 de 5.3% y posterior a ello se va reduciendo.

Para evaluar la sostenibilidad de la estrategia realizada se deberá realizar el ANEXO 01

## 3.2 Contrastación de Hipótesis

- 1) La **Estructura de Financiamiento** de una empresa Retail de consumo masivo influye de manera positiva en su **generación de Valor**.

### Costo de deuda (Kd)

Las Variaciones en el costo de la deuda, genera un impacto negativo al EVA, dado que al incrementar la tasa de interés el EVA se ve afectado.

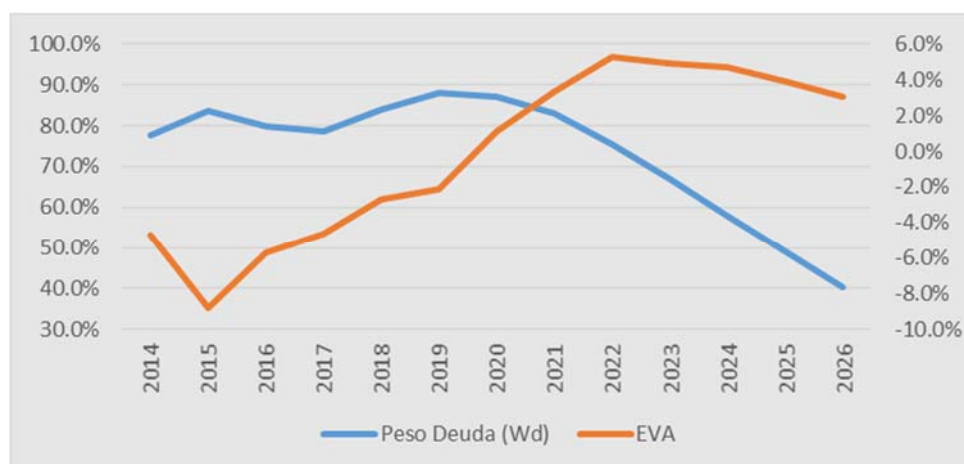
Tabla 5: Escenarios del EVA según la variación del Costo de la deuda.

Ke	EVA_2017	EVA_2018	EVA_2019	EVA_2020	EVA_2021	EVA_2022	EVA_2023	EVA_2024	EVA_2025	EVA_2026
7.0%	-4.32%	-2.45%	-1.93%	1.34%	3.57%	5.55%	5.26%	5.09%	4.34%	3.53%
7.5%	-4.60%	-2.72%	-2.21%	1.06%	3.30%	5.27%	4.99%	4.81%	4.06%	3.26%
8.0%	-4.87%	-3.00%	-2.49%	0.79%	3.02%	5.00%	4.71%	4.54%	3.79%	2.98%
8.5%	-5.15%	-3.27%	-2.76%	0.51%	2.75%	4.72%	4.44%	4.26%	3.51%	2.71%
9.0%	-5.42%	-3.55%	-3.04%	0.24%	2.47%	4.45%	4.16%	3.99%	3.24%	2.43%
9.5%	-5.70%	-3.82%	-3.31%	-0.04%	2.20%	4.17%	3.88%	3.71%	2.96%	2.16%
10.0%	-5.97%	-4.10%	-3.59%	-0.31%	1.92%	3.90%	3.61%	3.43%	2.69%	1.88%

Por tanto, se confirma que la estructura de financiamiento por el lado del Costo de la Deuda impacta de manera positiva a la generación de valor, es decir, una reducción de la tasa de interés mejora la generación de valor de la empresa.

- 2) La **Estructura de capital** de una empresa retail de consumo masivo influye de manera positiva en su **generación de Valor**.

Ilustración 13: Relación entre la estructura de capital y la generación de valor.

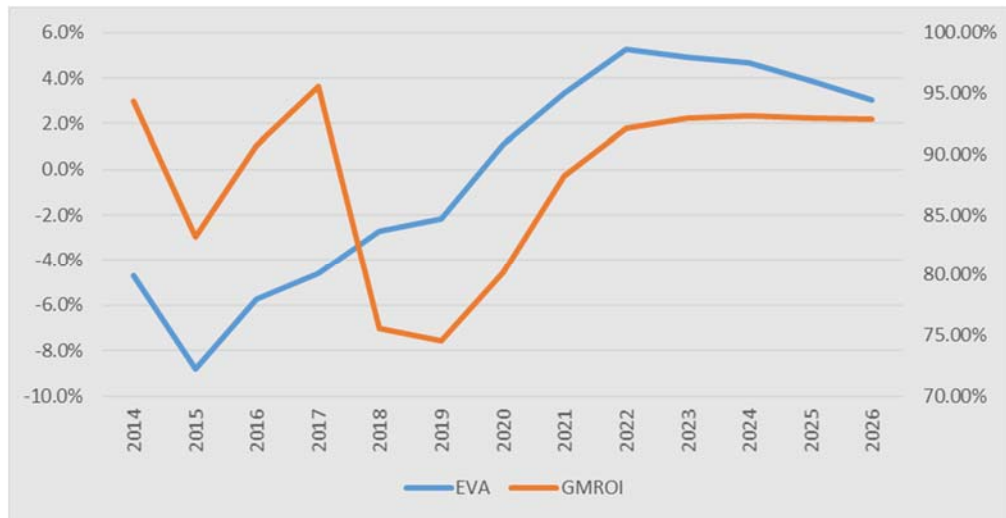


Coefficiente de Correlación: -54.13%

- 3) El GMROI de una empresa retail de consumo masivo influye de manera positiva en su generación de Valor.



Ilustración 14: Relación entre la estructura de capital y la generación de valor.



Coefficiente de Correlación: 28.81%

### 3.3 Discusión de resultados

En esta investigación se evaluó la situación actual de una empresa del sector Retail enfocada en el modelo de venta tradicional, la cual por los resultados podemos ver que una característica importante son los márgenes de venta muy reducidos, lo que a su vez genera indicadores de rentabilidad por debajo del mercado.

Los resultados de la situación actual demuestran que la gestión de la empresa no ha considerado la generar valor como indicador para medir la gestión en conjunto, pero también se puede entender que la empresa se ha encontrado en una etapa de expansión.

En base a los puntos mencionados se puede evidenciar la falta de un plan de crecimiento organizado y no orientado hacia los indicadores de rentabilidad, que permitan la sostenible la propuesta de valor de la empresa en los próximos años.

A pesar de que la empresa presenta indicadores de rentabilidad bajos según el mercado, si muestra un potencial de crecimiento, el cual se sostiene en el nivel de compra y venta de diversos productos, así como los años de trayectoria.

En base a los puntos señalados se diseñó un plan de crecimiento anual enfocado en las tiendas del canal moderno (Cash & Carry y MiniMarket), bajo la base de los siguientes factores:

- 1) Existencia de nichos de mercado no atendidos.
- 2) Estas dos unidades de negocio permiten tener una estructura de financiamiento adecuada al mercado.
- 3) Menor tiempo de Payback, dado que el nivel de rentabilidad es mayor.
- 4) Permiten tener un GMROII sostenible.
- 5) Generan Valor a la compañía.

El potencial de Margen Bruto de ambas subunidades de negocio permite mejorar la estructura de la empresa, dado que mejora la rentabilidad y a su vez permite controlar de manera más eficiente la liquidez de la empresa.

En base a los puntos señalados se realizó las proyecciones de estados financieros a un periodo de 10 años, y se pudo evidenciar una mejora considerable en la Generación de Valor de la compañía, comparado con el histórico.

## CAPITULO IV: CONCLUSIONES

- 1) Se determinó que la Estructura de Financiamiento de una empresa Retail de consumo masivo influye de manera positiva en su generación de Valor.
- 2) Se determinó que la Estructura de capital de una empresa retail de consumo masivo influye de manera positiva en su generación de Valor.
- 3) Se determinó el GMROI de una empresa retail de consumo masivo influye de manera positiva en su generación de Valor.
- 4) Se pudo evidenciar la importancia de realizar un plan de expansión considerando variables importantes como el tiempo de madurez de cada inversión influye en la capacidad de la empresa en generar valor.
- 5) Realizar una gestión enfocada en la generación de valor (EVA), como indicador final para medir los resultados integrales de diversas áreas de la empresa permite tener resultados más eficientes.

## CAPITULO V: BIBLIOGRAFÍA

Bonilla, F. (2010). El valor económico agregado (EVA) en el valor del negocio. Revista nacional de Administración, 1(1), 55-70.

Vazquez, F. (2016). Orientador de creación de valor económico.

Socola Cuzco, Irina. (2010). La importancia del Valor Económico Agregado en la gestión empresarial (parte I). Actualidad Empresarial, 199, II-1.

<http://economipedia.com/definiciones/coste-de-la-deuda-kd.html>

L. Blank, & A. Tarquin; Ingeniería económica. Ed. McGrawHill, Méjico, 6ta Edición, 2006.

<https://marketingdecontenidos.com/payback/>

Fernandez, P. (2000). Creación de valor para los accionistas (p. 104). Barcelona, España.

Sanjurjo y Reinoso (2003)

<http://repositorio.espe.edu.ec/bitstream/21000/9003/1/T-ESPE-048057.pdf>

Cornejo, E; Díaz, David. “Medidas de Ganancia: EBITDA, EBIT, Utilidad Neta y Flujo de Efectivo”. Revista Economía y administración. Pág. 36. Universidad de Chile. 2006.

Apaza Meza, Mario. “EBITDA: Revista Actualidad empresarial. Edición N. ° 72. 2004.

Frank, M.Z., & Goyal, V.K (February, 2003). Testing the pecking Order Theory of capital structure. Journal of Financial Economics.

Flores Estévez, B. S. (2008). Aplicación del valor económico agregado como indicador financiero en una empresa distribuidora de productos farmacéuticos

Rodríguez Ocampo, J. F. (2010). Análisis de la relación valor de mercado de las empresas del sector real colombiano y el EVA

ANEXO 01: INDICADORES

	HISTORICO						PROYECCION						
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Número de Apertura</b>													
CANTIDAD DE TIENDAS	13	14	15	17	41	93	145	197	197	197	197	197	197
Cash And Carry	4	5	6	7	11	11	19	23	23	23	23	23	23
Market	3	3	3	4	24	72	120	168	168	168	168	168	168
Tradicionales	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6	6
<b>Indicadores de Rentabilidad</b>													
Margen 1: (Venta - Costo de Venta)	3.33%	4.19%	4.43%	5.41%	7.43%	9.72%	11.49%	12.61%	13.12%	13.21%	13.22%	13.22%	13.21%
Rebates Comerciales	2.73%	2.34%	1.54%	0.99%	0.96%	1.05%	1.22%	1.36%	1.46%	1.51%	1.52%	1.51%	1.49%
Margen 2: (Venta - Costo de Venta + Rebate)	6.05%	6.53%	5.96%	6.41%	8.40%	10.77%	12.71%	13.97%	14.58%	14.72%	14.75%	14.72%	14.70%
EBIT (Utilidad Operativa)	2,564,851	687,272	2,274,579	3,016,951	5,295,044	8,541,313	20,282,145	33,855,918	46,382,736	48,438,655	49,200,911	47,287,922	45,121,921
MARGEN EBIT (Margen de Utilidad Operativa)	0.98%	0.25%	0.73%	0.96%	1.40%	1.66%	2.72%	3.44%	3.95%	3.85%	3.75%	3.48%	3.22%
EBITDA	2,564,851	1,577,648	3,273,297	4,031,107	6,926,250	11,505,773	24,913,536	40,204,249	53,651,768	55,676,375	56,406,380	54,460,172	52,259,955
Margen EBITDA	0.98%	0.57%	1.05%	1.28%	1.83%	2.23%	3.34%	4.08%	4.57%	4.43%	4.29%	4.01%	3.73%
Margen NOPAT	0.83%	0.07%	0.51%	0.71%	1.13%	1.39%	2.10%	2.54%	2.82%	2.71%	2.59%	2.37%	2.16%
Margen de Utilidad Neta	0.37%	0.41%	0.48%	0.45%	0.51%	0.50%	1.14%	1.67%	2.10%	2.13%	2.15%	2.06%	1.97%
<b>Indicadores de Deuda</b>													
Apalancamiento	3.48	5.12	3.96	3.68	5.18	7.34	6.81	4.85	3.05	2.03	1.38	0.96	0.67
Cobertura (EBIT/Gasto Financiero)	1.69	0.33	1.50	1.87	1.67	1.50	2.56	3.91	5.88	7.46	9.94	13.59	22.73
% Deuda Corto Plazo	94%	91%	93%	92%	82%	75%	75%	73%	80%	85%	87%	87%	85%
<b>Indicadores de Rentabilidad</b>													
Rentabilidad de Activos	1.66%	1.91%	2.73%	2.57%	2.28%	1.94%	4.47%	6.97%	9.49%	10.05%	10.51%	10.42%	10.27%
Rentabilidad del Patrimonio	8.9%	13.3%	14.9%	12.4%	14.4%	16.5%	36.1%	42.9%	41.2%	32.8%	27.0%	22.1%	18.6%
ROIC	4.46%	0.35%	3.18%	4.31%	6.19%	6.70%	9.97%	12.21%	14.18%	13.90%	13.72%	12.97%	12.17%
GIROII	94.35%	83.21%	90.74%	95.58%	75.59%	74.56%	80.26%	88.23%	92.09%	92.96%	93.14%	92.99%	92.84%
<b>Indicadores de Liquidez</b>													
Prueba Acida	0.489	0.466	0.434	0.427	0.319	0.262	0.244	0.219	0.234	0.259	0.296	0.353	0.433
Gasto de Administrativos	-2.0%	-1.8%	-1.7%	-1.9%	-2.2%	-2.2%	-1.8%	-1.7%	-1.7%	-1.9%	-2.0%	-2.1%	-2.2%
Gasto de Venta	-3.10%	-4.12%	-3.21%	-3.28%	-4.41%	-6.32%	-7.53%	-8.22%	-8.33%	-8.41%	-8.47%	-8.60%	-8.73%

## ANEXO 02: ESTADO DE RESULTADO (Miles)

	PROYECCIÓN												
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>HISTORICO</b>													
Ventas Brutas	262,209	276,147	310,085	314,573	377,814	514,987	745,824	985,126	1,174,248	1,257,299	1,313,497	1,357,037	1,402,191
Dstos, Rebajas y Bonificac. Conced.	-1,034	-642	1,181	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Ventas Netas</b>	<b>261,175</b>	<b>275,505</b>	<b>311,266</b>	<b>314,573</b>	<b>377,814</b>	<b>514,987</b>	<b>745,824</b>	<b>985,126</b>	<b>1,174,248</b>	<b>1,257,299</b>	<b>1,313,497</b>	<b>1,357,037</b>	<b>1,402,191</b>
Costo de Ventas de Mercaderías	-252,482	-263,950	-297,481	-297,539	-349,723	-464,947	-660,137	-860,868	-1,020,131	-1,091,188	-1,139,824	-1,177,699	-1,216,984
Dstos, Rebajas y Bonificac. Obten.	7,119	6,443	4,781	3,125	3,640	5,422	9,092	13,358	17,102	18,948	20,025	20,460	20,909
<b>Resultado Bruto</b>	<b>15,813</b>	<b>17,998</b>	<b>18,566</b>	<b>20,159</b>	<b>31,731</b>	<b>55,462</b>	<b>94,779</b>	<b>137,616</b>	<b>171,219</b>	<b>185,059</b>	<b>193,698</b>	<b>199,799</b>	<b>206,116</b>
Gastos de Ventas	-8,089	-11,346	-10,001	-10,307	-16,655	-32,547	-56,175	-80,983	-97,852	-105,724	-111,268	-116,712	-122,367
Gastos de Administración	-5,159	-5,074	-5,292	-5,821	-8,150	-11,409	-13,691	-16,429	-19,715	-23,658	-26,024	-28,627	-31,489
<b>Depreciación</b>	<b>0</b>	<b>-890</b>	<b>-999</b>	<b>-1,014</b>	<b>-1,631</b>	<b>-2,964</b>	<b>-4,631</b>	<b>-6,348</b>	<b>-7,269</b>	<b>-7,238</b>	<b>-7,205</b>	<b>-7,172</b>	<b>-7,138</b>
<b>Resultado de Operación</b>	<b>2,565</b>	<b>687</b>	<b>2,275</b>	<b>3,017</b>	<b>5,295</b>	<b>8,541</b>	<b>20,282</b>	<b>33,856</b>	<b>46,383</b>	<b>48,439</b>	<b>49,201</b>	<b>47,288</b>	<b>45,122</b>
Gastos Financieros	-1,519	-2,070	-1,512	-1,613	-3,174	-5,698	-7,928	-8,667	-7,883	-6,490	-4,950	-3,481	-1,985
Ingresos Financieros Gravados	130	504	613	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ingresos Excepcionales	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Intangibles	0	0	9	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Otros Ingresos Gravados	308	2,701	979	982	1,122	1,459	1,897	2,377	2,709	2,844	2,930	2,995	3,056
Otros Ingresos Gravados													
Gastos Diversos													
Costo enajenación de Bienes													
<b>Resultados antes de Impuestos y Par</b>	<b>1,483</b>	<b>1,823</b>	<b>2,364</b>	<b>2,386</b>	<b>3,243</b>	<b>4,302</b>	<b>14,251</b>	<b>27,566</b>	<b>41,209</b>	<b>44,793</b>	<b>47,181</b>	<b>46,802</b>	<b>46,193</b>
Participación Trabajadores (8% - 5%)	-119	-184	-180	-191	-259	-344	-1,140	-2,205	-3,297	-3,583	-3,774	-3,744	-3,695
<b>Resultados antes de Impuesto</b>	<b>1,364</b>	<b>1,639</b>	<b>2,184</b>	<b>2,195</b>	<b>2,984</b>	<b>3,957</b>	<b>13,111</b>	<b>25,361</b>	<b>37,912</b>	<b>41,209</b>	<b>43,407</b>	<b>43,058</b>	<b>42,497</b>
Impuesto a la Renta (30%) aprox.	-409	-507	-679	-768	-1,044	-1,385	-4,589	-8,876	-13,269	-14,423	-15,192	-15,070	-14,874
<b>Resultado del Ejercicio (neto aprox)</b>	<b>955</b>	<b>1,132</b>	<b>1,505</b>	<b>1,427</b>	<b>1,939</b>	<b>2,572</b>	<b>8,522</b>	<b>16,485</b>	<b>24,643</b>	<b>26,786</b>	<b>28,214</b>	<b>27,988</b>	<b>27,623</b>

# ANEXO 03: ESTADO DE SITUACIÓN (Miles)

	HISTORICO					PROYECCION									
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026		
<b>Activo</b>															
<b>Activo Corriente</b>															
Efectivo y Equivalente a Efectivo	8,964	6,425	7,015	6,247	6,924	8,928	12,608	10,386	12,956	14,589	15,425	16,023	16,555		
Cuentas por Cobrar a Comerciales	5,886	8,341	5,384	5,332	6,297	8,583	12,430	16,419	19,571	20,955	21,892	22,617	23,370		
Cuentas por Cobrar a Vinculadas	25	25	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Cuentas por Cobrar Acc. y personal	78	28	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70		
Cuentas por Cobrar Diversas	3,926	2,655	1,822	1,822	1,822	1,822	1,822	1,822	1,822	1,822	1,822	1,822	1,822		
Cuentas por Cobrar Vinculadas	-	-	-	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
Existencias	15,745	20,217	19,240	19,739	38,454	66,376	103,082	134,189	158,813	169,771	177,302	183,229	189,379		
Otros Activos	2,802	4,372	3,868	3,868	3,868	3,868	3,868	3,868	3,868	3,868	3,868	3,868	3,868		
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>37,427</b>	<b>42,064</b>	<b>37,399</b>	<b>37,078</b>	<b>57,434</b>	<b>89,647</b>	<b>133,880</b>	<b>166,753</b>	<b>197,100</b>	<b>211,075</b>	<b>220,378</b>	<b>227,630</b>	<b>235,064</b>		
<b>Activo No Corriente</b>															
Activos Fijos	19,686	20,504	21,852	23,603	34,597	52,736	71,413	90,642	90,642	90,642	90,642	90,642	90,642		
Neto Depreciacion	-	-3,863	-4,536	-5,550	-7,181	-10,146	-14,777	-21,126	-28,395	-35,632	-42,838	-50,010	-57,148		
Intangibles (Neto Amortizacion)	461	664	349	349	349	349	349	349	349	349	349	349	349		
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>20,147</b>	<b>17,305</b>	<b>17,665</b>	<b>18,402</b>	<b>27,765</b>	<b>42,939</b>	<b>56,985</b>	<b>69,866</b>	<b>62,597</b>	<b>55,359</b>	<b>48,154</b>	<b>40,981</b>	<b>33,843</b>		
<b>Total Activo</b>	<b>57,573</b>	<b>59,369</b>	<b>55,063</b>	<b>55,480</b>	<b>85,199</b>	<b>132,586</b>	<b>190,865</b>	<b>236,619</b>	<b>259,697</b>	<b>266,435</b>	<b>268,531</b>	<b>268,611</b>	<b>268,907</b>		
<b>Pasivo</b>															
<b>Pasivo Corriente</b>															
Otros Pasivos Financieros	5,752	2,043	1,522	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Impuestos por Pagar	297	414	821	768	1,044	1,385	4,589	8,876	13,269	14,423	15,192	15,070	14,874		
Obligaciones por Pagar al Personal	357	362	398	457	526	605	695	800	920	1,058	1,216	1,399	1,608		
Participación de Trabajadores	119	184	180	191	259	344	1,140	2,205	3,297	3,583	3,774	3,744	3,695		
Cuentas por Pagar Comerciales	24,782	27,966	24,696	16,356	19,227	25,529	36,169	47,084	55,724	59,569	62,211	64,291	66,449		
Cuentas por Pagar Vinculadas	3	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
Préstamos por Pagar Vinculadas	-	-	-	0	0%	0	0	0	0	0	0	0	0		
Cuenta por pagar diversas CP_leasing	812	1,342	1,479	1,454	1,647	1,909	5,804	10,246	13,351	10,915	6,958	2,428	1,375		
Cuentas por Pagar Bancarias	9,468	10,473	10,869	21,392	36,746	58,941	77,949	79,361	77,094	69,902	56,295	38,878	17,454		
Cuentas por Pagar Diversas	182	253	778	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Préstamo Accionistas	2,560	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Otros Pasivos	-	3,867	1,126	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>44,331</b>	<b>46,903</b>	<b>41,869</b>	<b>40,619</b>	<b>59,449</b>	<b>88,713</b>	<b>126,346</b>	<b>148,572</b>	<b>163,654</b>	<b>159,450</b>	<b>145,647</b>	<b>125,810</b>	<b>105,455</b>		
<b>Pasivo No Corriente</b>															
Préstamos de Accionistas RTC	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Cuentas por Pagar Diversas LP-Bancario	826	592	162	162	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Cuentas por Pagar Diversas LP-Leasing	1,520	3,313	2,908	3,147	12,258	28,254	40,892	49,640	36,290	25,375	18,417	15,989	14,614		
Letras por pagar a terceros IBM	115	26	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>2,462</b>	<b>3,932</b>	<b>3,070</b>	<b>3,309</b>	<b>12,258</b>	<b>28,254</b>	<b>40,892</b>	<b>49,640</b>	<b>36,290</b>	<b>25,375</b>	<b>18,417</b>	<b>15,989</b>	<b>14,614</b>		
<b>Patrimonio</b>															
Capital	8,628	8,628	8,628	8,628	8,628	8,650	9,263	10,435	12,968	17,383	23,542	31,370	40,650		
Excedente de Revaluacion	5,979	2,640	2,640	2,640	2,640	2,640	2,640	2,640	2,640	2,640	2,640	2,640	2,640		
Resultados Acumulados	-4,763	-3,867	-2,648	-1,144	283	1,556	3,201	8,846	19,501	34,801	50,071	64,814	77,924		
<b>Resultado del Ejercicio</b>	<b>936</b>	<b>1,132</b>	<b>1,505</b>	<b>1,427</b>	<b>1,939</b>	<b>2,572</b>	<b>8,522</b>	<b>16,485</b>	<b>24,643</b>	<b>26,786</b>	<b>28,214</b>	<b>27,988</b>	<b>27,623</b>		
<b>Total Patrimonio</b>	<b>10,780</b>	<b>8,534</b>	<b>10,125</b>	<b>11,552</b>	<b>13,491</b>	<b>15,619</b>	<b>23,627</b>	<b>38,407</b>	<b>59,753</b>	<b>81,610</b>	<b>104,467</b>	<b>126,812</b>	<b>148,838</b>		
<b>Total Pasivo Patrimonio</b>	<b>57,573</b>	<b>59,369</b>	<b>55,063</b>	<b>55,480</b>	<b>85,199</b>	<b>132,586</b>	<b>190,865</b>	<b>236,619</b>	<b>259,697</b>	<b>266,435</b>	<b>268,531</b>	<b>268,611</b>	<b>268,907</b>		



## ANEXO 04: ESTADO DE SITUACIÓN (Miles)

	PROYECCIÓN									
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Ingreso por Tiendas Existentes	313,412	331,926	350,045	362,027	374,517	389,100	404,362	420,343	437,088	454,644
Ingreso por Expansión Tiendas Cash And Carry	1,013	26,325	73,710	171,882	259,702	328,517	354,420	370,360	381,471	392,915
Ingreso por Expansión Tiendas Market	148	19,562	91,232	211,914	350,907	456,631	498,517	522,794	538,478	554,632
<b>Total de Ingresos</b>	<b>314,573</b>	<b>377,814</b>	<b>514,987</b>	<b>745,824</b>	<b>985,126</b>	<b>1,174,248</b>	<b>1,257,299</b>	<b>1,313,497</b>	<b>1,357,037</b>	<b>1,402,191</b>
Costo de Venta	-294,414	-346,083	-459,525	-651,044	-847,510	-1,003,029	-1,072,240	-1,119,799	-1,157,238	-1,196,075
Gasto de Venta	-10,247	-16,586	-32,468	-56,084	-80,878	-97,732	-105,586	-111,109	-116,529	-122,157
Gasto Administrativo	-5,821	-8,150	-11,409	-13,691	-16,429	-19,715	-23,658	-26,024	-28,627	-31,489
<b>Total Gastos Generales</b>	<b>-310,482</b>	<b>-370,819</b>	<b>-503,402</b>	<b>-720,819</b>	<b>-944,818</b>	<b>-1,120,477</b>	<b>-1,201,485</b>	<b>-1,256,932</b>	<b>-1,302,394</b>	<b>-1,349,721</b>
Participación Trabajadores (8% - 5%)	-180	-191	-259	-344	-1,140	-2,205	-3,297	-3,583	-3,774	-3,744
Impuesto a la Renta (30%) aprox.	-1,305	-1,721	-2,754	-3,763	-7,189	-11,241	-15,216	-15,908	-16,237	-15,666
Otros Ingresos Gravados	982	1,122	1,459	1,897	2,377	2,709	2,844	2,930	2,995	3,056
<b>Disminución (Incremento) Activo Corriente</b>	<b>-447</b>	<b>-19,679</b>	<b>-30,208</b>	<b>-40,553</b>	<b>-35,095</b>	<b>-27,776</b>	<b>-12,343</b>	<b>-8,467</b>	<b>-6,654</b>	<b>-6,902</b>
<b>Incremento (Disminución) Pasivo Corriente</b>	<b>-9,862</b>	<b>2,870</b>	<b>6,302</b>	<b>10,640</b>	<b>10,915</b>	<b>8,640</b>	<b>3,845</b>	<b>2,642</b>	<b>2,080</b>	<b>2,158</b>
<b>Variaciones en Capital de Trabajo</b>	<b>-10,309</b>	<b>-16,809</b>	<b>-23,906</b>	<b>-29,913</b>	<b>-24,181</b>	<b>-19,136</b>	<b>-8,498</b>	<b>-5,825</b>	<b>-4,574</b>	<b>-4,744</b>
<b>Flujo de Caja Operativo</b>	<b>-6,721</b>	<b>-10,603</b>	<b>-13,876</b>	<b>-7,120</b>	<b>10,176</b>	<b>23,898</b>	<b>31,648</b>	<b>34,179</b>	<b>33,053</b>	<b>31,371</b>
<b>Total Inversiones</b>	<b>-1,751</b>	<b>-10,994</b>	<b>-18,139</b>	<b>-18,676</b>	<b>-19,230</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Flujo de Caja Económico</b>	<b>-8,473</b>	<b>-21,597</b>	<b>-32,015</b>	<b>-25,796</b>	<b>-9,054</b>	<b>23,898</b>	<b>31,648</b>	<b>34,179</b>	<b>33,053</b>	<b>31,371</b>
Ingresos Financieros Gravados	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Ingresos Excepcionales	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Escudio Fiscal por Gasto Financiero	484	952	1,710	2,378	2,600	2,365	1,947	1,485	1,044	595
Gastos Financieros	-1,613	-3,174	-5,698	-7,928	-8,667	-7,883	-6,490	-4,950	-3,481	-1,985
Revolentes	8,619	15,353	22,195	19,008	1,412	-2,266	-7,193	-13,606	-17,417	-21,424
Parte Corriente Deuda de Largo Plazo	-25	193	262	3,895	4,442	3,104	-2,436	-3,957	-4,530	-1,053
Pago de Dividendos	0	0	-445	-514	-1,704	-3,297	-4,929	-5,357	-5,643	-5,598
Deuda de Largo Plazo	239	8,950	15,996	12,638	8,749	-13,351	-10,915	-6,958	-2,428	-1,375
<b>Flujo de Caja Financiero</b>	<b>7,704</b>	<b>22,274</b>	<b>34,020</b>	<b>29,476</b>	<b>6,832</b>	<b>-21,328</b>	<b>-30,015</b>	<b>-33,343</b>	<b>-32,455</b>	<b>-30,839</b>
<b>Flujo de Caja Total</b>	<b>-768</b>	<b>677</b>	<b>2,004</b>	<b>3,680</b>	<b>-2,222</b>	<b>2,571</b>	<b>1,633</b>	<b>835</b>	<b>598</b>	<b>532</b>
<b>Saldo de Caja Inicia Periodo</b>	<b>7,015</b>	<b>6,247</b>	<b>6,924</b>	<b>8,928</b>	<b>12,608</b>	<b>10,386</b>	<b>12,956</b>	<b>14,589</b>	<b>15,425</b>	<b>16,023</b>
<b>Saldo de Caja Final Periodo</b>	<b>6,247</b>	<b>6,924</b>	<b>8,928</b>	<b>12,608</b>	<b>10,386</b>	<b>12,956</b>	<b>14,589</b>	<b>15,425</b>	<b>16,023</b>	<b>16,555</b>

## ANEXO 05: CALCULO ROIC (Miles)

	HISTORICO											PROYECCION															
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	
<b>CALCULO DE NOPAT</b>																											
EBIT	2,565	687	2,275	3,017	5,295	8,541	20,282	33,856	46,383	48,439	49,201	47,288	45,122	2,565	687	2,275	3,017	5,295	8,541	20,282	33,856	46,383	48,439	49,201	47,288	45,122	
Gasto por Impuesto a las Ganancias	-409	-507	-679	-768	-1,044	-1,385	-4,589	-8,876	-13,269	-14,423	-15,192	-15,070	-14,874	-409	-507	-679	-768	-1,044	-1,385	-4,589	-8,876	-13,269	-14,423	-15,192	-15,070	-14,874	
<b>NOPAT = EBIT - Gasto por Impuesto a las Ganancias</b>	<b>2,156</b>	<b>181</b>	<b>1,595</b>	<b>2,249</b>	<b>4,251</b>	<b>7,156</b>	<b>15,693</b>	<b>24,980</b>	<b>33,114</b>	<b>34,015</b>	<b>34,009</b>	<b>32,218</b>	<b>30,248</b>	<b>2,156</b>	<b>181</b>	<b>1,595</b>	<b>2,249</b>	<b>4,251</b>	<b>7,156</b>	<b>15,693</b>	<b>24,980</b>	<b>33,114</b>	<b>34,015</b>	<b>34,009</b>	<b>32,218</b>	<b>30,248</b>	
<b>CALCULO DE CAPITAL INVERTIDO</b>																											
Activo Corriente	37,427	42,064	37,399	37,078	57,434	89,647	133,880	166,753	197,100	211,075	220,378	227,630	235,064	37,427	42,064	37,399	37,078	57,434	89,647	133,880	166,753	197,100	211,075	220,378	227,630	235,064	
Pasivos Corrientes no sujetos a intereses financieros	9,269	7,122	4,825	1,416	1,829	2,334	6,424	11,881	17,485	19,064	20,183	20,213	20,178	9,269	7,122	4,825	1,416	1,829	2,334	6,424	11,881	17,485	19,064	20,183	20,213	20,178	
(-) Pasivo Corriente	44,331	46,903	41,869	40,619	59,449	88,713	126,346	148,572	163,654	159,450	145,647	125,810	105,455	44,331	46,903	41,869	40,619	59,449	88,713	126,346	148,572	163,654	159,450	145,647	125,810	105,455	
(-) Otros pasivos financieros a corto plazo	35,063	39,781	37,044	39,203	57,620	86,379	119,922	136,691	146,169	140,385	125,464	105,597	85,277	35,063	39,781	37,044	39,203	57,620	86,379	119,922	136,691	146,169	140,385	125,464	105,597	85,277	
<b>Capital de trabajo</b>	<b>28,158</b>	<b>34,941</b>	<b>32,574</b>	<b>35,661</b>	<b>55,605</b>	<b>87,313</b>	<b>127,456</b>	<b>154,872</b>	<b>179,614</b>	<b>192,011</b>	<b>200,195</b>	<b>207,417</b>	<b>214,886</b>	<b>28,158</b>	<b>34,941</b>	<b>32,574</b>	<b>35,661</b>	<b>55,605</b>	<b>87,313</b>	<b>127,456</b>	<b>154,872</b>	<b>179,614</b>	<b>192,011</b>	<b>200,195</b>	<b>207,417</b>	<b>214,886</b>	
(+) Activo no Corriente	20,147	17,305	17,665	18,402	27,765	42,939	56,985	69,866	62,597	55,359	48,154	40,981	33,843	20,147	17,305	17,665	18,402	27,765	42,939	56,985	69,866	62,597	55,359	48,154	40,981	33,843	
(-) Pasivo no corriente	2,462	3,932	3,070	3,309	12,258	28,254	40,892	49,640	36,290	25,375	18,417	15,989	14,614	2,462	3,932	3,070	3,309	12,258	28,254	40,892	49,640	36,290	25,375	18,417	15,989	14,614	
(-) Otros pasivos financieros de largo plazo	2,462	3,932	3,070	3,309	12,258	28,254	40,892	49,640	36,290	25,375	18,417	15,989	14,614	2,462	3,932	3,070	3,309	12,258	28,254	40,892	49,640	36,290	25,375	18,417	15,989	14,614	
<b>Capital Invertido</b>	<b>48,305</b>	<b>52,246</b>	<b>50,239</b>	<b>54,063</b>	<b>83,369</b>	<b>130,252</b>	<b>184,440</b>	<b>224,738</b>	<b>242,211</b>	<b>247,370</b>	<b>248,348</b>	<b>248,398</b>	<b>248,729</b>	<b>48,305</b>	<b>52,246</b>	<b>50,239</b>	<b>54,063</b>	<b>83,369</b>	<b>130,252</b>	<b>184,440</b>	<b>224,738</b>	<b>242,211</b>	<b>247,370</b>	<b>248,348</b>	<b>248,398</b>	<b>248,729</b>	
<b>CALCULO DE FONDOS OBTENIDOS</b>																											
Otros pasivos financieros a Corto Plazo	35,063	39,781	37,044	39,203	57,620	86,379	119,922	136,691	146,169	140,385	125,464	105,597	85,277	35,063	39,781	37,044	39,203	57,620	86,379	119,922	136,691	146,169	140,385	125,464	105,597	85,277	
Otros pasivos financieros a Largo Plazo	2,462	3,932	3,070	3,309	12,258	28,254	40,892	49,640	36,290	25,375	18,417	15,989	14,614	2,462	3,932	3,070	3,309	12,258	28,254	40,892	49,640	36,290	25,375	18,417	15,989	14,614	
<b>Total Deuda</b>	<b>37,524</b>	<b>43,712</b>	<b>40,114</b>	<b>42,511</b>	<b>69,878</b>	<b>114,633</b>	<b>160,814</b>	<b>186,331</b>	<b>182,459</b>	<b>165,760</b>	<b>143,881</b>	<b>121,586</b>	<b>99,891</b>	<b>37,524</b>	<b>43,712</b>	<b>40,114</b>	<b>42,511</b>	<b>69,878</b>	<b>114,633</b>	<b>160,814</b>	<b>186,331</b>	<b>182,459</b>	<b>165,760</b>	<b>143,881</b>	<b>121,586</b>	<b>99,891</b>	
<b>Total Patrimonio</b>	<b>10,780</b>	<b>8,534</b>	<b>10,125</b>	<b>11,552</b>	<b>13,491</b>	<b>15,619</b>	<b>23,627</b>	<b>38,407</b>	<b>59,753</b>	<b>81,610</b>	<b>104,467</b>	<b>126,812</b>	<b>148,838</b>	<b>10,780</b>	<b>8,534</b>	<b>10,125</b>	<b>11,552</b>	<b>13,491</b>	<b>15,619</b>	<b>23,627</b>	<b>38,407</b>	<b>59,753</b>	<b>81,610</b>	<b>104,467</b>	<b>126,812</b>	<b>148,838</b>	
<b>Total Fondos Obtenidos</b>	<b>48,305</b>	<b>52,246</b>	<b>50,239</b>	<b>54,063</b>	<b>83,369</b>	<b>130,252</b>	<b>184,440</b>	<b>224,738</b>	<b>242,211</b>	<b>247,370</b>	<b>248,348</b>	<b>248,398</b>	<b>248,729</b>	<b>48,305</b>	<b>52,246</b>	<b>50,239</b>	<b>54,063</b>	<b>83,369</b>	<b>130,252</b>	<b>184,440</b>	<b>224,738</b>	<b>242,211</b>	<b>247,370</b>	<b>248,348</b>	<b>248,398</b>	<b>248,729</b>	
<b>Estructura Deuda-Patrimonio</b>																											
Deuda	77.7%	83.7%	79.8%	78.6%	83.8%	88.0%	87.2%	82.9%	75.3%	67.0%	57.9%	48.9%	40.2%	77.7%	83.7%	79.8%	78.6%	83.8%	88.0%	87.2%	82.9%	75.3%	67.0%	57.9%	48.9%	40.2%	
Patrimonio	22.3%	16.3%	20.2%	21.4%	16.2%	12.0%	12.8%	17.1%	24.7%	33.0%	42.1%	51.1%	59.8%	22.3%	16.3%	20.2%	21.4%	16.2%	12.0%	12.8%	17.1%	24.7%	33.0%	42.1%	51.1%	59.8%	
<b>Total</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	
<b>Cálculo ROIC</b>																											
NOPAT	2,156	181	1,595	2,249	4,251	7,156	15,693	24,980	33,114	34,015	34,009	32,218	30,248	2,156	181	1,595	2,249	4,251	7,156	15,693	24,980	33,114	34,015	34,009	32,218	30,248	
Capital Invertido	48,305	52,246	50,239	54,063	83,369	130,252	184,440	224,738	242,211	247,370	248,348	248,398	248,729	48,305	52,246	50,239	54,063	83,369	130,252	184,440	224,738	242,211	247,370	248,348	248,398	248,729	
<b>ROIC = NOPAT / Capital invertido promedio - 2017</b>	<b>4.5%</b>	<b>0.3%</b>	<b>3.2%</b>	<b>4.3%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.7%</b>	<b>10.0%</b>	<b>12.2%</b>	<b>14.2%</b>	<b>13.9%</b>	<b>13.7%</b>	<b>13.0%</b>	<b>12.2%</b>	<b>4.5%</b>	<b>0.3%</b>	<b>3.2%</b>	<b>4.3%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.7%</b>	<b>10.0%</b>	<b>12.2%</b>	<b>14.2%</b>	<b>13.9%</b>	<b>13.7%</b>	<b>13.0%</b>	<b>12.2%</b>	

## ANEXO 06: CALCULO EVA (Miles)

	PROYECCIÓN													
	HISTORICO	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
<b>Beta no Apalancado</b>	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75
Apalancamiento	3.48	5.12	3.96	3.68	5.18	7.34	6.81	4.85	3.05	2.03	1.38	0.96	0.67	0.67
<b>Impuesto</b>	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Beta Apalancado	4.14	5.74	4.61	4.34	5.80	7.91	7.39	5.48	3.73	2.73	2.09	1.68	1.40	1.40
Tasa Libre de Riesgo	5.31%	5.16%	5.03%	5.03%	5.03%	5.03%	5.03%	5.03%	5.03%	5.03%	5.03%	5.03%	5.03%	5.03%
Rendimiento de Mercado	9.10%	9.03%	8.64%	8.64%	8.64%	8.64%	8.64%	8.64%	8.64%	8.64%	8.64%	8.64%	8.64%	8.64%
Riesgo País	1.66%	1.66%	1.66%	1.66%	1.66%	1.66%	1.66%	1.66%	1.66%	1.66%	1.66%	1.66%	1.66%	1.66%
<b>CAPM</b>	<b>22.7%</b>	<b>29.1%</b>	<b>23.4%</b>	<b>22.4%</b>	<b>27.7%</b>	<b>35.3%</b>	<b>33.4%</b>	<b>26.5%</b>	<b>20.2%</b>	<b>16.6%</b>	<b>14.3%</b>	<b>12.8%</b>	<b>11.8%</b>	<b>11.8%</b>
Peso Patrimonio (We)	22.3%	16.3%	20.2%	21.4%	16.2%	12.0%	12.8%	17.1%	24.7%	33.0%	42.1%	51.1%	59.8%	59.8%
Costo de Patrimonio (Ke)	22.7%	29.1%	23.4%	22.4%	27.7%	35.3%	33.4%	26.5%	20.2%	16.6%	14.3%	12.8%	11.8%	11.8%
Peso Deuda (Wd)	77.7%	83.7%	79.8%	78.6%	83.8%	88.0%	87.2%	82.9%	75.3%	67.0%	57.9%	48.9%	40.2%	40.2%
Escudo Tributario (1-t)	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
Costo deuda (Kd)	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
<b>WACC</b>	<b>9.14%</b>	<b>9.14%</b>	<b>8.90%</b>	<b>8.91%</b>	<b>8.88%</b>	<b>8.85%</b>	<b>8.86%</b>	<b>8.88%</b>	<b>8.93%</b>	<b>8.98%</b>	<b>9.04%</b>	<b>9.10%</b>	<b>9.15%</b>	<b>9.15%</b>
<b>ROIC</b>	<b>4.5%</b>	<b>0.3%</b>	<b>3.2%</b>	<b>4.3%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.7%</b>	<b>10.0%</b>	<b>12.2%</b>	<b>14.2%</b>	<b>13.9%</b>	<b>13.7%</b>	<b>13.0%</b>	<b>12.2%</b>	<b>12.2%</b>
<b>EVA</b>	<b>-4.7%</b>	<b>-8.8%</b>	<b>-5.7%</b>	<b>-4.6%</b>	<b>-2.7%</b>	<b>-2.2%</b>	<b>1.1%</b>	<b>3.3%</b>	<b>5.3%</b>	<b>4.9%</b>	<b>4.7%</b>	<b>3.9%</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.0%</b>
<b>Número de Locales</b>	<b>13</b>	<b>14</b>	<b>15</b>	<b>17</b>	<b>41</b>	<b>93</b>	<b>145</b>	<b>197</b>	<b>197</b>	<b>197</b>	<b>197</b>	<b>197</b>	<b>197</b>	<b>197</b>