



**UNIVERSIDAD DE ESPECIALIDADES ESPÍRITU SANTO**

**FACULTAD DE ECONOMÍA**

**TITULO: ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO Y NIVELES  
ADECUADOS DE ENDEUDAMIENTO PARA UNA EMPRESA DE *TRAVEL*  
*RETAIL* (DFECUADOR S.A.)**

**TRABAJO DE TITULACIÓN QUE SE PRESENTA COMO REQUISITO  
PREVIO A OPTAR EL GRADO DE CONTADOR PÚBLICO  
AUTORIZADO**

**NOMBRE DEL ESTUDIANTE:  
ESTEFANÍA DELGADO ARAGUNDI**

**NOMBRE DEL TUTOR:  
ING. FREDDY CAMPOVERDE G., M.A.E.**

**SAMBORONDÓN, SEPTIEMBRE, 2014**

# **Estructura de financiamiento y niveles adecuados de endeudamiento para una empresa de Travel Retail (DFECUADOR S.A.)**

**Estefanía Delgado Aragundi**

## **Resumen**

El presente trabajo busca establecer la estructura de financiamiento y nivel de endeudamiento más eficiente y adecuado para la empresa DFECUADOR S.A., en base a las teorías de capital de los expertos donde nos indican que la mejor estructura de capital es la que genera mayor valor a una empresa. Para llevar esto a la práctica se revisarán las cifras históricas de los estados financieros de la compañía y su comportamiento a lo largo de estos años, se realizará una proyección de años futuros con ciertos niveles de deuda para generar los flujos de caja de estos años. Con esta información y por medio del método de flujos futuros se revisará el nivel de deuda que genere mayor valor a la empresa, con la que se pueda beneficiar y generar mayores inversiones.

**Palabras claves:** estructura de financiamiento, endeudamiento, valoración de empresas, travel retail, capital

## **Abstract**

This paper seeks to establish the structure and level of debt financing more efficient and suitable for the company DFECUADOR SA, based on the theories of capital where experts tell us that the best capital structure is the one that generates the greatest value to a company. To put this into practice the historical figures in the financial statements of the Company and its behavior over the years will be reviewed, a projection of future years will be done with some level of debt with the cash flows of these years . With this information and the method of future flows the level of debt that generate greater value to the company, which can benefit and generate more investments will be reviewed.

**Keywords:** financial structure, debt, business valuation, travel retail, capital

## Introducción

Determinar una estructura financiera adecuada para las empresas se ha vuelto muy importante durante los últimos años debido a la alta competitividad que existe entre las mismas. Una óptima estructura deberá generar mayor valor a las empresas que dependerá del análisis de ciertas variables que serán evaluadas por cada administrador o gerente dependiendo del negocio. En este estudio se realizará un análisis en el sector comercial, donde específicamente se abordará a la empresa dedicada al *Travel Retail*<sup>1</sup> DFECUADOR S.A. situada en el Aeropuerto de Guayaquil que se dedica a la venta diversos productos libres de impuestos a pasajeros que ingresan o salen del país.

El objetivo de esta investigación se basará en identificar la estructura y niveles de endeudamientos adecuados para la empresa DFECUADOR S.A. que hará que consiga un mejor manejo de sus recursos, por ello mediante ratios financieros se determinará la mayor fuente de financiamiento de la empresa y se evaluará si esa estructura de financiamiento es la adecuada para su rendimiento financiero. Finalmente se propondrán estrategias de financiamiento para lograr una mejor rentabilidad en la compañía.

El presente trabajo busca analizar la realidad de la compañía Duty Free Ecuador S.A. para implementar un plan de estrategias financieras que ayuden a equilibrar sus costos y beneficios. La situación financiera actual de la empresa revela que los gastos que presenta la empresa son muy altos en comparación a los años anteriores, lo cual hace que la utilidad se vea desmejorada en el 2012. Un cambio en la metodología financiera ayudará a una obtener más recursos en la empresa que podrán ser utilizados para nuevas inversiones o mejoras que ayuden al crecimiento de la misma y que contribuyan a una mejor toma de decisiones de los administradores.

Una adecuada estructura de financiamiento de Duty Free Ecuador S.A a más de maximizar la utilidad de los accionistas, deberá contribuir a la estabilidad laboral de las personas que trabajan en esta empresa, a su desarrollo económico y profesional; mediante los distintos incentivos que ofrece esta compañía.

---

<sup>1</sup> Término en inglés para comercio al por menor o detalle

## Fundamentación Teórica

### I. Definición de *Retail*

*Retail* es una expresión en inglés que es muy utilizada en la actualidad para definir lo que corresponde al comercio al por menor o venta al detal. Este comercio al por menor consiste en una distribución más formal de productos de empresas adecuadamente constituidas para sus clientes que son los consumidores finales. Entre ejemplos de empresas de *Retail* tenemos: los supermercados que comercializan comestibles, empresas que se dedican a la venta de vestimenta, farmacéuticas, tiendas de electrodomésticos, ferreterías, etc. El negocio de *Retail* nace aproximadamente en el siglo XIX en Europa y Estados Unidos, mientras que a principio del siglo XX empieza a surgir en América Latina.

En Ecuador el negocio de *Retail* aún se encuentran en desarrollo por las informalidades que se vive en el país, sin embargo el gobierno se encuentra en proceso para implementar controles que puedan combatir esta clase de venta. Según datos de la Superintendencia de Compañías entre las cinco compañías más importantes del sector comercio código G de la clasificación nacional de actividades económicas CIU Rev.4.0 y dedicadas a las ventas al por menor en el 2013 tenemos las siguientes:

**Tabla 1. Ranking 5 *Retail* en Ecuador**

RANKING	RAZÓN SOCIAL	CIUDAD	INGRESOS (en dólares)
1	CORPORACION FAVORITA C.A.	QUITO	1.755.908.806,43
2	CORPORACION EL ROSADO S.A.	GUAYAQUIL	1.052.901.490,33
3	GENERAL MOTORS DEL ECUADOR SA	QUITO	993.112.125,17
4	DINADEC S.A.	GUAYAQUIL	721.607.779,39
5	DISTRIBUIDORA FARMACEUTICA ECUATORIANA (DIFARE) S.A.	GUAYAQUIL	547.521.879,40

**Fuente: Superintendencia de Compañías**

**Elaborado por: La autora**

En este estudio se analizará una empresa de *Travel Retail* que corresponde al comercio de tiendas Duty Free situadas en Aeropuertos, cruceros y otras zonas designadas como libres de impuestos de acuerdo al gobierno de cada país. El negocio del Duty Free nace en

la tienda de un aeropuerto Irlandés de Shanon aproximadamente en el año de 1946, esta tienda fue diseñada para pasajeros que viajaban a Europa y otros países.

En los aeropuertos de Ecuador en las zonas internacionales encontramos muchas tiendas libres de impuestos pero las más grandes y significativas las tenemos en Guayaquil con el grupo Dufry y en Quito con el grupo Attenza.

## **II. Factores determinantes de la Estructura de Capital**

Las causas para determinar el nivel de endeudamiento se han definido mediante estudios de algunas empresas y las principales son: Crecimiento, rentabilidad, estructura de activos y tamaño

### **a) Crecimiento:**

El crecimiento de una empresa se da por el incremento de sus ventas y el aumento de empleados que hace que esta necesite adquirir más activos para permitir su desarrollo. Las empresas en crecimiento están propensas a solicitar préstamos que financien su progreso, lo contrario de las empresas que están sin posibilidades de crecimiento.

### **b) Rentabilidad:**

La rentabilidad se convierte en el objetivo fundamental de los accionistas. Si citamos a la teoría de trade-off que nos indica que la rentabilidad tiene una relación positiva con el endeudamiento, es decir la empresa que adquiere deudas se va a beneficiar de esta y por lo tanto va a ser más rentable. Por el contrario, la teoría del pecking order indica que los administradores prefieren el uso de las utilidades retenidas como uno de los principales puntos, hace que la relación entre rentabilidad y deuda sea negativa.

### **c) Tamaño:**

El tamaño de la empresa se asume como un indicador de altos ingresos que es inverso a los costos de quiebra. Como indica algunas teorías se entiende que las grandes firmas pueden tener mayor endeudamiento que las pequeñas.

### **d) Estructura de activos:**

La estructura de activos concierne a los activos que tiene la empresa que pueden servir de garantías para adquirir nuevas deudas. Las empresas que invierten más en activos

tienen menos posibilidades de sufrir costos de quiebra, problemas con los acreedores y minimiza los riesgos de crédito.

### III. Teorías de estructura de capital

A lo largo de los años se han desarrollado diferentes teorías que ayudan a explicar la estructura de capital óptima para una empresa. Una de las primeras teorías en revelarse fue en 1958 desarrollada por Franco Modigliani y Merton Miller que marcó un estudio sustancial sobre el apalancamiento de las empresas, convirtiéndose en el punto de partida para las teorías siguientes. El teorema MM, como era llamado este estudio, encierra dos proposiciones. La primera proposición consistía en un mercado de capitales perfectos, sin impuestos, costos de transacciones y una misma tasa para préstamos que nos muestra que no importa la forma en que esté estructurada la empresa porque nuestro costo de capital va ser siempre el mismo. En resumidas palabras, la primera proposición de MM sería: El valor de la empresa apalancada es igual al valor de la empresa no apalancada.

$$VA = VNA$$

VA= valor de empresa apalancada

VNA= valor de empresa no apalancada

En la segunda proposición Modigliani y Miller nos indica que el apalancamiento de la empresa se relaciona con el rendimiento que esperan del capital, porque mientras más alto sea el costo de la deuda, el rendimiento es mayor y el riesgo también aumenta.

Aquí es donde se desarrolla la siguiente ecuación:

$$r_A = r_0 + \frac{D}{A} (r_0 - r_D)$$

Donde:

$r_D$  es la tasa de interés, que también se conoce como costo de deuda

$r_A$  es el rendimiento esperado sobre capital o las acciones

$r_0$  es el costo promedio ponderado de capital

$D$  es el valor de la deuda

$A$  es el capital de la empresa

Un mercado de capitales sin impuestos no es algo real ya que al momento de adquirir una deuda debemos considerar los costos de transacción y los impuestos, es por

esto que en 1963 Modigliani y Miller vuelven a formular sus proposiciones añadiendo estos costos. En estas proposiciones con impuestos Modigliani y Miller nos muestra un análisis que nos indica que la deuda tiene una ventaja fiscal debido a que los intereses son deducibles de impuesto y por lo tanto reduce el pago de los mismos. Y la nueva ecuación para la proposición I sería:

$$VA = VNA + T_c D$$

Donde  $T_c D$  representa el valor presente del amparo fiscal.

En la proposición II la ecuación mantiene su idea de que el costo de capital se eleva con el apalancamiento, la ecuación es la siguiente:

$$r_A = r_0 + \frac{D}{A} (1 - T_c)(r_0 - r_D)$$

Como evaluamos anteriormente, las deudas constituyen beneficios fiscales para la empresa; pero los intereses que se genera de esa deuda se convierten en los principales deberes de la compañía. Cuando no se cumple con el debido pago de los intereses se puede producir lo que se conoce como quiebra, la cual en términos legales da preferencia de pago a los acreedores por encima de los accionistas.

Una empresa con posibilidad de quiebra se convierte en menos atrayente para inversores, y aunque este tenga un efecto perjudicial, el riesgo de quiebra no es el único que devalúa a la empresa, sino que existen costos asociados a la quiebra que afectan directa e indirectamente.

#### **IV. Quiebra**

La quiebra: “Materialmente: rotura, abertura. Figuradamente: pérdida, ruina. De las acepciones anteriores surgen las jurídicas de insolvencia, bancarrota, de pasivo superior al activo, de superar las deudas a los bienes y a los créditos” (Cabanellas & Alcalá-Zamora y Castillo, 1984). En otras palabras una persona natural o jurídica está en quiebra y se declara insolvente cuando ya no puede cubrir sus pagos de corto y largo plazo.

En Ecuador la Ley de Compañías estipula en la sección 2, artículo 361 que la quiebra corresponde a uno de las causales de disolución de las compañías. Mientras el código de procedimiento Civil en el parágrafo 3ero en el artículo 519 nos señala:

Se presume la insolvencia, y como consecuencia de ella se declarará haber lugar al concurso de acreedores, o a la quiebra, en su caso:

1.- Cuando, requerido el deudor con el mandamiento de ejecución, no pague ni dimita bienes;

2.- Cuando los bienes dimitidos sean litigiosos, o no estén poseídos por el deudor, o estén situados fuera de la República, o consistan en créditos no escritos, o contra personas de insolvencia notoria; y,

3.- Cuando los bienes dimitidos sean insuficientes para el pago, según el avalúo practicado en el mismo juicio, o según las posturas hechas al tiempo de la subasta. Para apreciar la insuficiencia de los bienes, se deducirá el importe de los gravámenes a que estuviesen sujetos, a menos que se hubieren constituido, para caucionar el mismo crédito. (Congreso Nacional, 2011)

Desde el artículo 519 hasta el 525, el código de procedimiento civil, nos indica los lineamientos a seguir en materia de disolución de la compañía o también llamada en algunos casos quiebra.

### **Costos directos de la Quiebra**

Cuando una empresa inicia un proceso de quiebra, debe incurrir en algunos gastos adicionales si se debe llevar el caso a los tribunales. Uno de los gastos más oneroso corresponde a los honorarios de los abogados que servirán para negociar o defender a la empresa, este gasto se irá incrementando de acuerdo a la dificultad y al tiempo que tome de resolver el caso. Otros gastos directos son los honorarios administrativos y contables, que se utilizan dependiendo el trabajo a realizar.

### **Costos indirectos de la Quiebra**

En el momento que se da la bancarrota se producen una serie de factores que llevan a la empresa a entrar en insolvencia financiera. Como la empresa ya no resulta atractiva se genera ciertas especulaciones que hacen que pierdan contratos con los clientes e incluso que los proveedores no sean flexibles con las condiciones de pago. Todas estas dificultades se las conoce como costos indirectos de quiebra, que muchas veces son difíciles de cuantificar pero generan un algo costo que debe asumir la empresa por este proceso.



## **V. Modelos de Endeudamiento**

### **a) Modelo Trade-Off<sup>2</sup>**

Este modelo se basa en las teorías citadas de Modigliani y Miller que refiere a las empresas utilizar un nivel de endeudamiento adecuado. La teoría del trade-off nos indica que el nivel óptimo de deuda surge en el momento que equilibramos los costos de quiebra y los beneficios tributarios que nos puede ofrecer el Endeudamiento.

Los beneficios tributarios que nos señala la teoría trade-off consisten en el pago de intereses que genera el endeudamiento, como un escudo fiscal a fin de pagarle menos tributos al fisco. No obstante, sabemos si aumentamos la deuda incurrimos en peligro de quiebra, y es aquí donde la teoría busca mantener estables estos dos componentes.

Uno de los principales autores de esta teoría fue Myers, cuyo trabajo fue publicado en 1977 y explica qué lleva a las empresas a no disfrutar de las ventajas fiscales del endeudamiento; las variables que hacen que una empresa se endeude más que otras; y porque unas empresas optan por el endeudamiento a corto y otras a largo plazo (Mondragón, 2011).

Después otros autores se han sumado a investigaciones para validar el modelo Trade-Off como Makie-Mason (1990) que probó que empresas que tenían como escudo fiscal por pérdidas anteriores tenían tendencia a emitir menos deuda. Hovakimian, Opler y Titman (2001) mostraron que las compañías promueven el apalancamiento. Otros autores también realizaron sus estudios concluyendo en lo que asevera el trade-off: el valor de la empresa está dado por el valor presente neto de las inversiones futuras.

### **b) Modelo de Jerarquización Financiera**

El modelo de Jerarquización Financiera o también conocido en inglés como Pecking Order fue explicado nuevamente por Myers en el año de 1984 para analizar el comportamiento sobre la estructura de capital de las empresas.

En este modelo a diferencia del Trade-Off no sólo busca endeudamiento con terceros, sino analiza la situación de la empresa para escoger la fuente de financiamiento e

---

<sup>2</sup> En español se conoce como teoría estática

indica que los administradores siguen una secuencia de tres preferencias. Primero las empresas buscan financiarse con recursos internos como utilidades retenidas; segundo buscan financiarse con una deuda; y tercero buscan la emisión de acciones.

## **Metodología**

### **Diseño de la Investigación**

El diseño de esta investigación posee un enfoque cuantitativo en el cual se realizará un análisis de las cifras de DFECUADOR S.A. desde el 2008 hasta el 2013. Se analizarán varios ratios de los estados financieros, para estudiar su comportamiento y variación durante estos años y establecer la situación financiera de la empresa. Se harán proyecciones de cifras que nos permita revisar el escenario más conveniente para la estructura y endeudamiento de la compañía.

El método de investigación a utilizar es el de casos, que está dirigida a una empresa de *travel retail* DFECUADOR S.A. a fin de analizar el problema de rentabilidad de esta empresa por no poseer una estructura adecuada que vaya a generar pérdidas en un futuro. También se utilizará el método analítico que nos permitirá analizar los casos de situaciones internas y externas que estén afectando el entorno de esta empresa creando un problema financiero.

### **Población y Muestra**

Nuestra investigación está basada en un estudio de caso que está definida a una empresa específica y por ello no requiere una muestra.

### **Técnicas e instrumento de recolección de datos**

Para la recolección de datos se realizarán entrevistas que estarán estructuradas a fin de que nos ayuden a recopilar los datos más relevantes para realizar nuestro análisis. Estas entrevistas serán planteadas al personal que trabaja en la empresa en sus distintas áreas que nos ayudarán a revisar el manejo de la operación.

## **Antecedentes de la empresa DFECUADOR S.A.**

### **a. Generalidades**

DFECUADOR S.A. es una empresa constituida legalmente en el 2004, e inicia sus actividades el 04 de Octubre de ese año cuando la SENAE autoriza su funcionamiento y operación como almacén libre. Duty Free Ecuador se dedica a la venta de artículos varios libres de impuestos en las líneas de perfumería, licor, cigarrillos, comestibles, electrónica, accesorios, etc. a pasajeros que viajan fuera del país o ingresan al mismo. Se encuentra ubicado en el Aeropuerto José Joaquín de Olmedo en la zona internacional y actualmente cuenta con dos establecimientos, una oficina y una bodega general.

Su primer establecimiento está ubicado en la zona de pre embarque internacional pasando filtros de seguridad que cuenta aproximadamente con 1109 m<sup>2</sup>. El segundo establecimiento se encuentra en arribos internacionales pasando migración y cuenta con un espacio aproximado de 300m<sup>2</sup>. Las oficinas administrativas ubicadas en la planta baja en el hall derecho y, una bodega de depósito situada en el sector de carga internacional.

A finales de mayo de 2011, Duty Free Ecuador fue adquirida por Dufry, uno de los principales operadores de *travel retail* a nivel mundial que tiene operaciones en 45 países y maneja aproximadamente 1350 tiendas ubicadas en aeropuertos, estaciones de tren, puertos marítimos y otros emplazamientos turísticos. Dufry adquirió el negocio de Duty Free Ecuador en Guayaquil, como parte de la negociación que realizó el grupo Corporación América, en conjunto con los duty free de Argentina, Uruguay y Armenia.

Como consecuencia de este cambio de accionistas, la empresa Duty Free Ecuador, sufrió una transformación a nivel tanto administrativo como financiero que se ven reflejados en los resultados de ese año. Se asumieron muchos gastos no presupuestados como parte de la reestructuración de la compañía y otros gastos que surgieron de la negociación de la venta de la empresa.

### **b. Análisis de Cifras de DFECUADOR S.A.**

Para determinar la adecuada estructura de capital y un óptimo nivel de endeudamiento de la empresa, se revisará el comportamiento de las cifras de los estados financieros a lo largo de los últimos cinco años realizando estudios comparativos mediante la herramienta de Análisis Horizontal y Vertical de las cifras y el análisis de ratios financieros que nos ayudarán a entender de una mejor manera el cumplimiento financiero.

**Tabla 2. Análisis Vertical Balance General DFECUADOR S.A.**

BALANCE GENERAL	2008	2009	2010	2011	2012	2013
<b>ACTIVO</b>						
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>						
CAJA - BANCOS	7,70%	18,82%	5,94%	17,86%	5,07%	9,26%
INVERSIONES PERMANENTES PLAZO FIJO						6,23%
CUENTAS POR COBRAR	1,82%	7,48%	14,76%	1,79%	2,47%	5,24%
OTRAS CUENTAS Y DOCTOS POR PAGAR	7,21%	5,56%	5,02%	0,37%	13,99%	19,92%
INVENTARIO MERCADERIA	61,86%	47,41%	61,52%	71,74%	59,50%	43,43%
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>78,59%</b>	<b>79,28%</b>	<b>87,24%</b>	<b>91,76%</b>	<b>81,03%</b>	<b>84,08%</b>
<b>ACTIVO FIJO Y CARGOS DIFERIDOS</b>						
ACTIVO FIJO	35,59%	46,07%	50,37%	33,81%	40,64%	32,87%
DEPRECIACION ACUMULADA	-16,41%	-27,68%	-37,61%	-25,57%	-22,23%	-17,75%
CARGOS DIFERIDOS	6,97%	10,86%				0,08%
AMORTIZACION ACUMULADAS CARGOS DIFERIDO	-4,73%	-8,52%				-0,01%
<b>TOTAL ACTIVOS FIJOS Y CARGOS DIFERIDOS</b>	<b>21,41%</b>	<b>20,72%</b>	<b>12,76%</b>	<b>8,24%</b>	<b>18,42%</b>	<b>15,19%</b>
<b>OTROS ACTIVOS</b>						
ACTIVO POR IMPUESTO DIFERIDO					0,55%	0,73%
<b>TOTAL OTROS ACTIVOS</b>					<b>0,55%</b>	<b>0,73%</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>
<b>PASIVO</b>						
<b>PASIVO CORRIENTE</b>						
CUENTAS POR PAGAR	49,41%	58,28%	54,38%	66,20%	63,65%	77,46%
OTROS DOCUMENTOS POR PAGAR	12,02%				0,03%	0,00%
PRESTAMOS					9,28%	0,00%
DEUDAS FISCALES	4,64%	5,80%	6,58%	3,07%	1,10%	1,08%
DEUDAS SOCIALES	5,75%	5,88%	6,61%	6,90%	5,21%	4,46%
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>71,82%</b>	<b>69,96%</b>	<b>67,57%</b>	<b>76,17%</b>	<b>79,27%</b>	<b>82,99%</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>71,82%</b>	<b>69,96%</b>	<b>67,57%</b>	<b>76,17%</b>	<b>79,27%</b>	<b>82,99%</b>
<b>PATRIMONIO</b>						0,00%
CAPITAL	13,38%	17,04%	18,83%	12,50%	10,23%	8,06%
RESERVA LEGAL	1,56%	1,98%	3,41%	2,94%	3,28%	2,59%
RESULTADOS ACUMULADOS	13,24%	11,02%	10,19%	8,39%	7,22%	6,36%
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>28,18%</b>	<b>30,04%</b>	<b>32,43%</b>	<b>23,83%</b>	<b>20,73%</b>	<b>17,01%</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

**Fuente: Estados Financieros DFECUADOR S.A.**

**Elaborado por: la Autora**

**Tabla 3. Análisis Horizontal Balance General DFECUADOR S.A.**

BALANCE GENERAL	2008-2009	2009-2010	2010-2011	2011-2012	2012-2013
<b>ACTIVO</b>					
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>					
CAJA - BANCOS	92,1%	-71,5%	353,1%	-65,3%	131,7%
INVERSIONES PERMANENTES PLAZO FIJO					100%
CUENTAS POR COBRAR	222,4%	78,5%	-81,8%	69,2%	169,2%
OTRAS CUENTAS Y DOCTOS POR PAGAR	-39,4%	-18,4%	-88,7%	4459,8%	80,9%
INVENTARIO MERCADERIA	-39,8%	17,4%	75,6%	1,4%	-7,3%
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>-20,8%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>58,4%</b>	<b>7,9%</b>	<b>31,8%</b>
<b>ACTIVO FIJO Y CARGOS DIFERIDOS</b>					
ACTIVO FIJO	1,7%	-1,1%	1,1%	46,9%	2,7%
DEPRECIACION ACUMULADA	32,5%	22,9%	2,4%	6,3%	1,4%
CARGOS DIFERIDOS	22,4%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%
AMORTIZACION ACUMULADAS CARGOS DIFERIDO	41,5%	0,0%	0,0%	0,0%	100,0%
<b>TOTAL ACTIVOS FIJOS Y CARGOS DIFERIDOS</b>	<b>-24,0%</b>	<b>-44,3%</b>	<b>-2,8%</b>	<b>173,2%</b>	<b>4,7%</b>
<b>OTROS ACTIVOS</b>					
ACTIVO POR IMPUESTO DIFERIDO				0,0%	69,10%
<b>TOTAL OTROS ACTIVOS</b>				<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>-21,5%</b>	<b>-9,6%</b>	<b>50,6%</b>	<b>22,2%</b>	<b>27,0%</b>
<b>PASIVO</b>					
<b>PASIVO CORRIENTE</b>					
CUENTAS POR PAGAR	-7,4%	-15,6%	83,4%	17,5%	54,5%
OTROS DOCUMENTOS POR PAGAR	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-100,0%
PRESTAMOS				100,0%	-100,0%
DEUDAS FISCALES	-1,7%	2,5%	-29,8%	-56,2%	24,6%
DEUDAS SOCIALES	-19,7%	1,7%	57,3%	-7,7%	8,6%
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>-23,5%</b>	<b>-12,6%</b>	<b>69,8%</b>	<b>27,2%</b>	<b>33,0%</b>
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>-23,5%</b>	<b>-12,6%</b>	<b>69,8%</b>	<b>27,2%</b>	<b>33,0%</b>
<b>PATRIMONIO</b>					
CAPITAL	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
RESERVA LEGAL	0,0%	55,7%	29,9%	36,5%	0,3%
RESULTADOS ACUMULADOS	-34,6%	-16,4%	24,0%	5,2%	11,9%
<b>TOTAL PATRIMONIO</b>	<b>-16,3%</b>	<b>-2,4%</b>	<b>10,7%</b>	<b>6,3%</b>	<b>4,2%</b>
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>-21,5%</b>	<b>-9,6%</b>	<b>50,6%</b>	<b>22,2%</b>	<b>27,0%</b>

**Fuente: Estados Financieros DFECUADOR S.A.**

**Elaborado por: la autora**

**Tabla 4. Análisis Vertical Estado de Resultados**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
VENTAS	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
COSTO MERCADERIAS VENDIDAS	54,8%	55,9%	56,7%	55,4%	52,4%	53,1%
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	<b>45,2%</b>	<b>44,1%</b>	<b>43,3%</b>	<b>44,6%</b>	<b>47,6%</b>	<b>46,9%</b>
<b>GASTOS DE OPERACIÓN</b>						
REMUNERACIONES Y CS. SOCIALES	11,3%	13,7%	14,0%	13,1%	14,2%	12,5%
HONORARIOS	1,4%	3,2%	2,0%	2,7%	2,3%	3,6%
SERVICIOS	0,9%	0,9%	0,7%	0,6%	1,4%	0,5%
ADMINISTRACION	1,0%	1,2%	1,8%	2,8%	1,4%	1,1%
PUBLICIDAD	0,8%	0,8%	1,6%	0,5%	0,4%	0,3%
SEGUROS	1,2%	1,9%	2,1%	2,2%	1,8%	1,6%
MANTENIMIENTO	1,2%	0,5%	0,4%	0,6%	3,0%	2,7%
VIGILANCIA, SANIDAD Y BOMBEROS	0,4%	0,7%	0,3%	0,3%	0,1%	0,1%
IMPUESTOS	0,5%	2,5%	0,7%	0,0%	0,0%	0,6%
CANON Y OTROS	10,6%	10,8%	11,0%	11,9%	19,5%	19,4%
AMORTIZACIONES	3,5%	3,6%	3,6%	1,7%	1,2%	1,4%
GASTOS VARIABLES	1,7%	1,4%	0,9%	0,9%	0,8%	1,0%
<b>TOTAL GASTOS DE OPERACIÓN</b>	<b>34,5%</b>	<b>41,1%</b>	<b>39,0%</b>	<b>37,3%</b>	<b>46,1%</b>	<b>44,8%</b>
<b>UTILIDAD EN LA OPERACIÓN</b>	<b>10,7%</b>	<b>3,1%</b>	<b>4,3%</b>	<b>7,3%</b>	<b>1,6%</b>	<b>2,1%</b>
OTROS NETO	-0,9%	4,2%	1,6%	0,1%	-0,7%	0,8%
<b>U. ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>9,7%</b>	<b>7,3%</b>	<b>5,9%</b>	<b>7,4%</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,3%</b>
PARTICIPACION DE LOS TRABAJADORES	1,6%	1,3%	1,0%	1,1%	0,1%	0,2%
IMPUESTOS	1,8%	1,8%	1,4%	1,7%	0,7%	0,7%
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>6,4%</b>	<b>4,2%</b>	<b>3,6%</b>	<b>4,6%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,3%</b>

**Fuente: Estados Financieros DFECUADOR S.A.**  
**Elaborado por: la autora**

**Tabla 5. Análisis Horizontal de Estado de Resultados**

	2008-2009	2009-2010	2010-2011	2011-2012	2012-2013
VENTAS	-10,7%	-0,6%	23,3%	10,6%	32,4%
COSTO MERCADERIAS VENDIDAS	-8,9%	0,9%	20,5%	4,6%	34,2%
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	<b>-12,8%</b>	<b>-2,5%</b>	<b>27,0%</b>	<b>18,2%</b>	<b>30,3%</b>
<b>GASTOS DE OPERACIÓN</b>					
REMUNERACIONES Y CS. SOCIALES	7,7%	1,8%	15,1%	20,2%	16,7%
HONORARIOS	100,4%	-38,2%	70,1%	-6,4%	108,0%
SERVICIOS	-10,0%	-17,2%	7,9%	142,3%	-55,6%
ADMINISTRACION	6,2%	49,9%	91,8%	-46,2%	9,8%
PUBLICIDAD	-12,8%	106,8%	-60,3%	-10,8%	-15,7%
SEGUROS	44,0%	7,9%	28,7%	-7,9%	17,7%
MANTENIMIENTO	-62,2%	-25,1%	100,7%	443,2%	21,8%
VIGILANCIA, SANIDAD Y BOMBEROS	44,0%	-53,9%	7,0%	-72,6%	85,6%
IMPUESTOS	336,3%	-73,4%	0,0%	0,0%	100,0%
CANON Y OTROS	-9,1%	0,8%	33,9%	81,1%	31,8%
AMORTIZACIONES	-9,1%	-0,1%	-43,1%	-20,0%	54,3%
GASTOS VARIABLES	-27,5%	-38,1%	31,1%	2,8%	52,4%
<b>TOTAL GASTOS DE OPERACIÓN</b>	<b>6,2%</b>	<b>-5,6%</b>	<b>17,9%</b>	<b>36,7%</b>	<b>28,7%</b>
<b>UTILIDAD EN LA OPERACIÓN</b>	<b>-74,2%</b>	<b>38,7%</b>	<b>109,3%</b>	<b>-76,4%</b>	<b>77,4%</b>
OTROS NETO	-505,5%	-61,8%	-90,7%	-735,1%	-251,8%
<b>U ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>-33,1%</b>	<b>-19,3%</b>	<b>54,5%</b>	<b>-87,2%</b>	<b>98,3%</b>
PARTICIPACION DE LOS TRABAJADORES	-26,6%	-22,2%	37,1%	-87,2%	98,3%
IMPUESTOS	-9,3%	-24,2%	56,2%	-56,0%	44,6%
<b>UTILIDAD NETA</b>	<b>-41,2%</b>	<b>-16,4%</b>	<b>58,8%</b>	<b>-98,9%</b>	<b>912,0%</b>

**Fuente: Estados Financieros DFECUADOR S.A.**  
**Elaborado por: la autora**

### **i. Análisis Horizontal y Vertical**

De acuerdo a los análisis horizontales y verticales de los Estados Financieros que podemos observar desde la tabla 1 hasta la 4, se han revisado las variaciones más relevantes que se presentan a continuación:

#### **1. Años 2008-2009**

El año 2008 fue un buen año para la compañía, donde sus ingresos crecieron en 38% en relación al 2007; sin embargo el 2009 empieza a ser un año difícil para la compañía por dos causas principales conocidas en este año: la gripe porcina y las restricciones a las importaciones en Ecuador. La limitación de cupos que estableció el Gobierno fue uno de los principales problemas que se observan claramente en la disminución del 40% del inventario de mercadería, disminución de las cuentas por pagar en un 10% y la baja de ventas de mercadería en un 11%. En las variaciones de otros gastos se puede observar un aumento en los honorarios que corresponde a contratación de servicios por informes de auditorías aduaneras con el fin de regular los saldos de las garantías de mercaderías y poder proceder regularmente con las importaciones de la mercadería. Se aumenta la garantía aduanera a USD 8.7 millones que ocasiona el aumento de 44% en nuestra cuenta de seguros. Las situaciones externas hicieron que el 2009 la compañía tenga una disminución de su utilidad neta en 41% al no contar con la mercadería necesaria para vender a los pasajeros.

#### **2. Años 2009-2010**

En los primeros meses del 2010 todavía se llega a sentir la crisis mundial vivida en el 2009 lo que genera una baja en las ventas del 0.6% en relación al año anterior. Tenemos un aumento del 17% en la mercadería que nos indica que los niveles de compra se empezaron a normalizar a lo largo del 2010 después de la restricción de cupos que se sufrió en el 2009.

En los gastos operativos tenemos una disminución del 6%, que aunque se mejoró notablemente el gasto de honorarios debido que en ese año no se contrataron servicios para realizar auditorías aduaneras, el gasto del rubro “servicios” aumentó por el cobro del 2% del impuestos de salida de divisas que empezó a cobrar el banco y que debíamos pagar cada vez que se hacían las transferencias al exterior a nuestros proveedores.

A pesar de que en el segundo semestre del 2010 se logró llegar a los niveles de ventas del 2009 y también se lograron controlar los gastos, la utilidad en el 2010 resultó desmejorada en un 16% en relación a su año anterior.

### **3. Años 2010-2011**

En Agosto del 2011 la compañía comenzó formar parte del Grupo Travel Remás grande del mundo: Dufry Group. Este cambio de accionistas trajo consigo ciertos cambios en la estructura administrativa y financiera que se ven reflejados en los estados financieros. Las cuentas de Banco tuvieron un incremento para el 2011, con la novedad que se abrió una cuenta en el exterior que constituye como requisito de pertenecer al grupo Dufry. El incremento de la cuenta forma parte de las políticas del grupo de atesorar dinero en las cuentas para el cierre de año.

Existe un aumento en la cuenta de inventario, por nuevas estrategias de compras establecidas con IOSC que pasa a formar parte de nuestra relacionada y este aumento en el inventario se observa claramente en la cuenta por pagar al proveedor. Nuestras ventas tienen un incremento del 23%, las cuales llegaron a superar las del 2008 que hasta en ese entonces eran las mejores antes de la crisis mundial por la que se atravesó. Los honorarios también tuvieron un incremento del 70% por honorarios de asesoría extranjera, auditorías solicitadas por el nuevo grupo de accionistas y honorarios legales por nuevos instructivos de almacenes libres. El gasto de Impuesto de Salida de Divisas tuvo una fuerte alza, después de que el gobierno decretara el aumento del 2% al 5%.

A pesar de todos los cambios que hubieron el 2011, gracias al aumento en las ventas la compañía pudo obtener una mejoría del 59% en su utilidad neta con respecto al año 2010.

### **4. Años 2011- 2012**

En el 2012 se empezó a sentir con más ímpetu el cambio societario que atravesó Duty Free en el 2011. En la parte de activos las cuentas por cobrar tuvieron un fuerte incremento, que corresponden en mayor parte a la activación del IVA como parte del crédito tributario para solicitar la devolución al fisco. En este año se consiguió la autorización por parte de la Secretaría Nacional de Aduanas del Ecuador SENA E para operar en una tienda libre de impuestos en arribos internacionales y es por esto que en los activos fijos observamos un aumento del 47% correspondiente a la obra y adquisición de



muebles para la nueva tienda. Al diciembre del 2012 la compañía cuenta con un sobregiro bancario emitido por la cuenta del exterior, que fue utilizado para la construcción de la nueva tienda de arribos. Este sobregiro genera un interés del 3.5% cuyo vencimiento es menor a un año.

Las medidas que tomó el gobierno sobre el retiro del subsidio del combustible generaron que muchas aerolíneas limiten sus vuelos que se vio afectado en las ventas del 2012, que sólo aumentaron un 11% en relación al 2011. A finales del 2012 se abrió la tienda de llegadas, la cual no generó mayor incremento en ventas. Tenemos un aumento en la cuentas de sueldos y salarios por la contratación del nuevo personal para la tienda de arribos y un bono de productividad que se entregó al personal en general de la compañía por el buen desempeño. En Agosto del 2012, el gobierno exonera a los regímenes especiales y otros, al pago de impuesto de salida de divisas, lo cual hace que este rubro en el estado de resultados disminuya en un 22%. Como parte del acuerdo a la negociación de venta a nuevo grupo se firma un nuevo contrato de arrendamiento en donde del 10% pagado sobre las ventas, la compañía pasa a pagar el 20% incrementando el gasto en un 81% en relación al 2011. Parte de este acuerdo también indica que las expensas se deberán pagar sobre el 10% del Canon que se ve reflejado en el aumento de las cuentas de mantenimiento. Los distintos cambios en el 2012 que sufrió la compañía hicieron que la utilidad neta quede disminuida en un 99% en la que pesa el cambio de negociación del contrato de arrendamiento que crece en el doble.

## **5. Años 2012-2013**

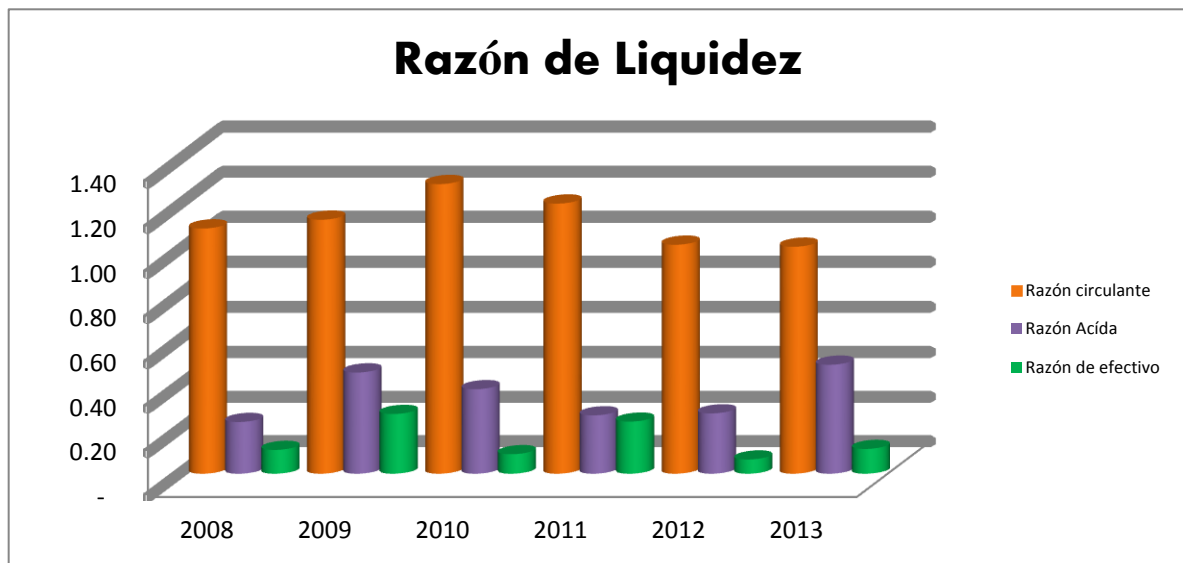
El 2013 tenemos un aumento de las ventas en 34% en relación al 2012, este crecimiento se debe mayormente a la apertura de la tienda en arribos que desde Diciembre 2012 estuvo funcionando en toda su capacidad. Hay un aumento del 100% en honorarios que corresponden a gastos de abogados por gestión de rebaja de la garantía aduanera que se tiene con la Aduana. En la cuenta de impuestos tenemos un aumento del 100% que corresponde a una provisión de valores no recuperables de IVA que se estimó de acuerdo a la auditoría financiera. En el rubro de gastos variables también tenemos un aumento significativo por el incremento de gastos de despachos por importaciones del stock de la mercadería de la nueva tienda.

En el 2013 se ve una mejoría en cuanto a su línea final de utilidad del 912% en relación al 2012; pero esta utilidad aún no supera a la del 2011 debido a sus altos costos de canon variable que se estableció a finales del 2011.

## ii. Ratios Financieros

### a. Razones de Liquidez

Gráfico 1. Razones de liquidez



Fuente: Estados Financieros DFECUADOR S.A.

Elaborado por: la autora

La primera razón a analizar es la de circulante, que nos servirá para medir cuánto de mi activo corriente servirá para cubrir mis deudas a corto plazo, por eso el óptimo resultado de este índice deberá ser mayor a uno. Revisando el gráfico 1 que los años 2008 y 2009 los activos de la empresa apenas sirven para cubrir las obligaciones corrientes. Los años 2010 y 2011 empiezan a mejorar esta razón, pero los dos últimos años vuelve a caer por el préstamo que se solicita para cubrir la obra de construcción de una nueva tienda y también por la alta deuda que mantenemos con nuestro proveedor IOSC por el incremento en compras de mercadería.

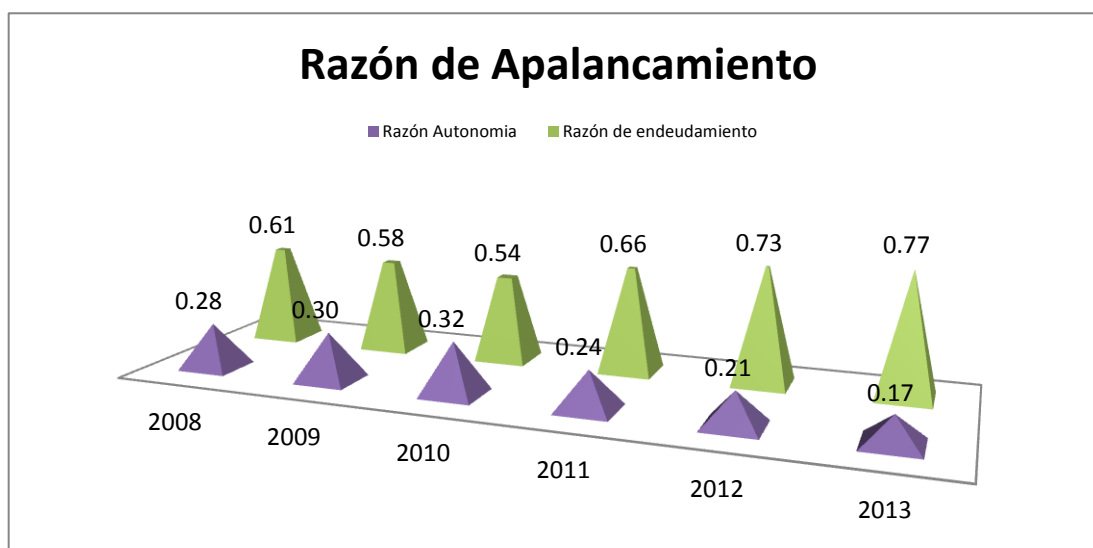
Considerando los activos más líquidos llegamos a la razón ácida, donde se elimina la partida de inventarios del activo corriente para el cálculo de este ratio y su bajo resultado

indica que sin los inventarios sólo se llegaría a cubrir aproximadamente la cuarta parte de las obligaciones a corto plazo que posee la empresa. El inventario en esta clase de negocio de *Travel Retail* es muy significativo frente a los otros activos corrientes, aunque esta clase de inventario no presenta tanta dificultad al momento de venderlo frente a una emergencia financiera.

Para la razón de efectivo que nos muestra un análisis más a fondo de la liquidez ya que sólo se considera el efectivo frente a las obligaciones corrientes que posee la empresa, las cifras demuestran que la compañía que por cada valor que adeuda tiene en promedio un 15% de efectivo en uno o dos días y en otras palabras nos expresa que no posee liquidez inmediata.

### b. Razones de Apalancamiento

**Gráfico 2. Razón de Apalancamiento**

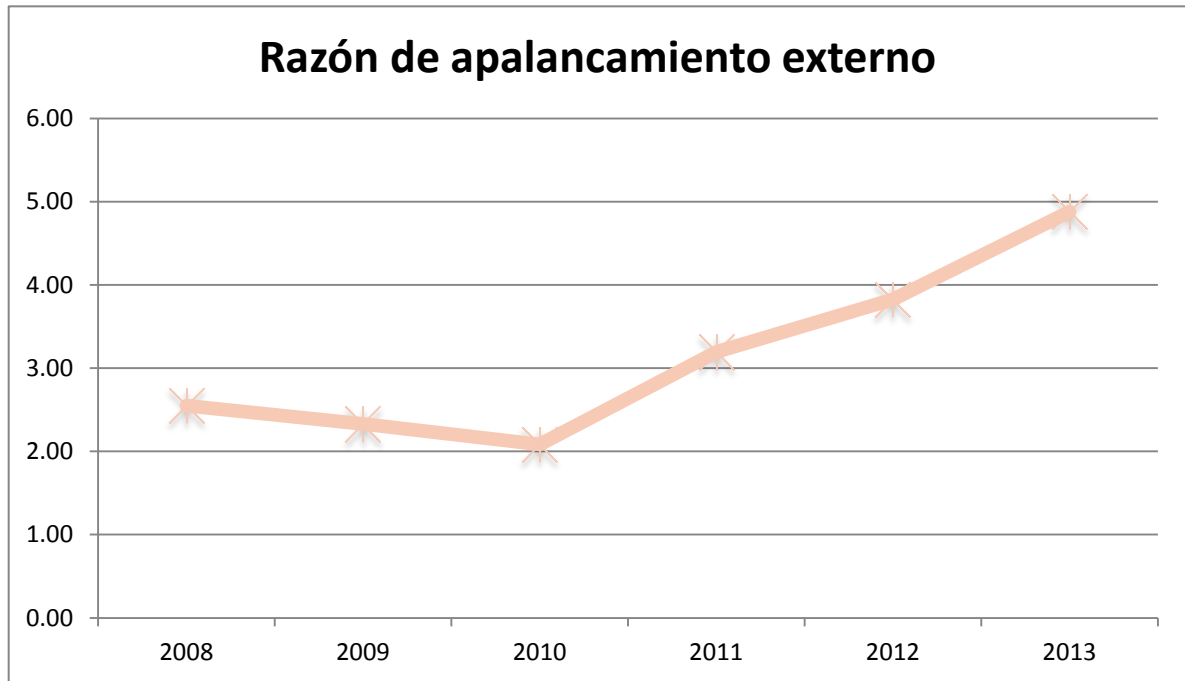


**Fuente: Estados Financieros DFECUADOR S.A.**

**Elaborado por: la autora**

Haciendo el análisis del financiamiento de los activos de la compañía, se revisaron las razones de endeudamiento y de autonomía. La primera mide cuánto de mis activos ha sido financiado por terceros, mientras que la segunda mide cuánto ha sido financiado por mis propietarios. En el caso de la compañía como nos muestra el gráfico 2 ha sido financiada en su mayoría con dinero de terceros; siendo el 77.46% su mayor porcentaje que se encuentra en el 2013.

**Gráfico 3 Razón de apalancamiento externo**



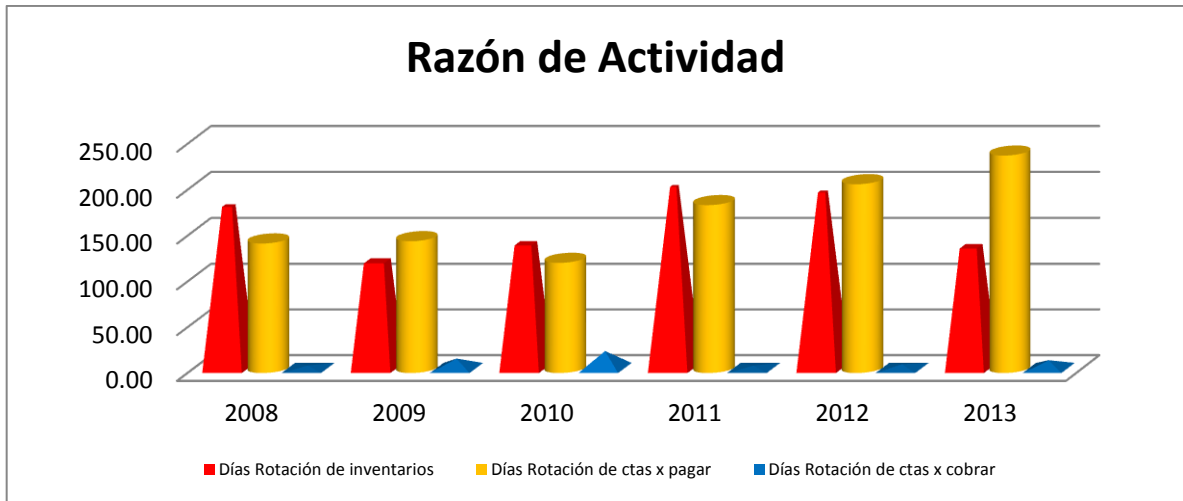
**Fuente: Estados Financieros de la compañía**

**Elaborado por: la autora**

Con el índice de apalancamiento externo medimos cuánto nos ha aportado los terceros, por cada aporte que han hecho los accionistas. Revisando el Gráfico 3 confirmamos el resultado de las dos razones citadas anteriormente que en promedio en los últimos 3 años por cada dólar que invierten los propietarios, 3,97 se han venido aportando de fondos externos. El resultado de este índice corresponde principalmente al financiamiento de la deuda que consigue la compañía con su proveedor mayoritario de mercadería extranjera IOSC con quién maneja 5 meses de crédito.

### **c. Razones de Actividad**

**Gráfico4. Razón de Actividad**



**Fuente: Estados Financieros DFECUADOR S.A**

**Elaborado por: la autora**

En el gráfico número 4 podemos observar la razones de actividad de DFECUADOR a lo largo de los 6 años medidos en número de días. El índice de rotación de inventario nos indica que la mercadería rota dos veces en el año en promedio, la mercadería se vende en cinco meses aproximadamente lo que nos señala que la compañía tiene un lento movimiento de salida de la mercadería, que se podría ver afectada en obsolescencia si es que no se tienen una correcta estrategia de ventas, ya que la mayoría de los productos que se comercializan corresponden al mercado de modas. Los dos últimos años DFECUADOR S.A. aumentó su promedio de días de rotación, a consecuencia de la nueva tienda que abrió y para lo que se necesitó el correcto abastecimiento de mercadería.

El resultado del índice de la rotación de cuentas por pagar guarda relación con la razón de inventario, esto se comprueba con el convenio que tienen con su mayor proveedor de mercadería con el que llevan aproximadamente de 5 meses de crédito.

En cambio nuestra razón de cuentas por cobrar es todo lo contrario a los índices mencionados anteriormente, esto se explica porque las ventas que realizan estas compañías son con pagos de contado: en efectivo o tarjeta de crédito. En el resultado del análisis de este ratio nos demuestra que en promedio la compañía se maneja con un índice de 8 días para las cuentas por cobrar que corresponde al máximo de días que demoran los establecimientos de las tarjetas de crédito en acreditar un voucher a nuestra cuenta bancaria.

### iii. Proyección de Estados Financieros

Para definir la mejor estructura de capital de la empresa se realizará un ejercicio proyectando los estados financieros a 5 años con diferentes escenarios de deuda y por medio del método de flujo de cajas descontado se seleccionará el escenario donde genere mayor valor en la empresa.

#### • Supuestos para valoración de DFECUADOR

La proyección del Balance se la ha realizado de acuerdo al comportamiento histórico de cada una de las cuentas; para la proyección del Estado de Resultados tenemos un incremento para las ventas del 6%, los gastos un incremento del 3% y el canon por ser un rubro variable establecido por contrato se mantiene de acuerdo al promedio histórico (19.47% sobre las ventas). La tasa de impuesto será la del 22% que se encuentra vigente para el 2012 en adelante.

Los Niveles de Deuda a Analizar serán: 0%, 10%, 20%, 30%, 40%, 50%, 60%, 70%, 80%, 90% y el nivel de deuda del 2013 según el ratio de endeudamiento 77.46%. El cálculo de la deuda se lo realizó en base al peso del sobregiro bancario del 2012 sobre los activos totales y variará de acuerdo a los niveles de deuda citados anteriormente.

En base a la proyección de Estados Financieros se realizará nuestro flujo de caja libre que será descontado al valor presente por medio de la fórmula:

$$V = \frac{CF1}{1 + K} + \frac{CF2}{(1 + K)^2} + \frac{CF3}{(1 + K)^3} + \dots + \frac{CFn + VRn}{(1 + K)^n}$$

Siendo CF el resultado de cada uno de los Flujos de Caja libre de los distintos periodos, VR el valor residual calculado y K la tasa de descuento adecuada para el método que en este caso corresponde al Costo de Promedio Ponderado de Capital (CPPC). El cálculo del valor residual será dado por la siguiente fórmula:  $Vrn = CFn(1 + g)/(K - g)$  donde g representa una tasa de crecimiento contante que será definida por la proyección del crecimiento de las ventas (6%).

Nuestra tasa CPPC o WACC (Weighted Average Cost of Capital) viene definida por la siguiente fórmula:

$$WACC = \frac{Ke * E + Kd * (1 + T) * D}{E + D}$$

Donde: Ke es el coste de los recursos propios, Kd el coste de la deuda, E corresponde al capital y D la Deuda a valores de mercado para este estudio se considera el capital y la Deuda del año 0. T la tasa de impuestos que es del 22%.

Para nuestro cálculo de recursos propios utilizamos la siguiente fórmula:

$Ke = Rf + \beta_u * [Rm - Rf]$  donde  $Rf$  Ecuador o tasa libre de riesgo está determinada por la tasa libre de riesgo de los Estados Unidos (2.65%) más el Riesgo País de Ecuador (6.16%) = 8.81%. Nuestra prima de riesgo de mercado ( $Rm - Rf$ ) es del 9%; y el beta de la empresa que se calcula en base al beta industrial de *Retail General* es 0.77.  $\beta_u = \frac{(1-L)\beta_l}{(1-L*T)}$

Nuestro coste de la deuda se toma en base al promedio de la tasa de interés de los bancos: 8.24% y tiene un aumento del 0.5% para en cada nivel de endeudamiento.

**Tabla 6. Cálculo de WACC en diferentes niveles de deuda.**

D/A	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	79.27%	80%	90%
Ke	16%	16%	17%	18%	19%	21%	24%	28%	36%	37%	64%
Kd	0%	6.45%	6.95%	7.45%	7.95%	8.45%	8.95%	9.45%	9.95%	9.95%	10.45%
Bl	0.77	0.84	0.92	1.03	1.17	1.37	1.67	2.17	3.07	3.17	6.18
WACC	3%	7%	7%	8%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	18%

**Fuente: Proyecciones Estados Financieros**

**Elaborado por: la autora**

**Tabla 7. Proyección de Flujos de Efectivo**

Niveles de Deuda	2014	2015	2016	2017	2018
0%	91,052.74	91,770.59	92,389.17	92,898.21	93,286.79
10%	47,824.66	106,055.66	105,922.22	105,679.25	105,315.81
20%	5,120.98	120,748.57	119,746.60	118,635.09	117,403.11
30%	(37,058.33)	135,849.34	133,862.30	131,765.73	129,548.68
40%	(78,713.25)	151,357.97	148,269.32	145,071.16	141,752.50
50%	(119,843.78)	167,274.46	162,967.68	158,551.38	154,014.60
60%	(160,449.92)	183,598.80	177,957.36	172,206.39	166,334.96
70%	(200,531.68)	200,330.99	193,238.36	186,036.22	178,713.58
77.46%	(229,566.98)	213,476.90	205,111.38	196,636.35	188,040.83
80%	(240,089.06)	217,471.05	208,810.69	200,040.83	191,150.47
90%	(279,122.05)	235,018.95	224,674.35	214,220.24	203,645.62

**Fuente: Proyecciones Estados Financieros**

**Elaborado por: la autora**

### **Proyección de flujos a valor presente**

En la tabla 7 podemos observar el resultado de descontar los flujos de efectivos proyectados a la tasa WACC calculada anteriormente, y que nos da como resultado que la empresa genera mayor valor en el nivel del 10% de endeudamiento. El gráfico 5 nos muestra de manera más clara que en el 10% la curva de valoración de la empresa se encuentra en el punto más alto que nos indica su óptimo endeudamiento.

**Tabla 8. Valor de empresa**

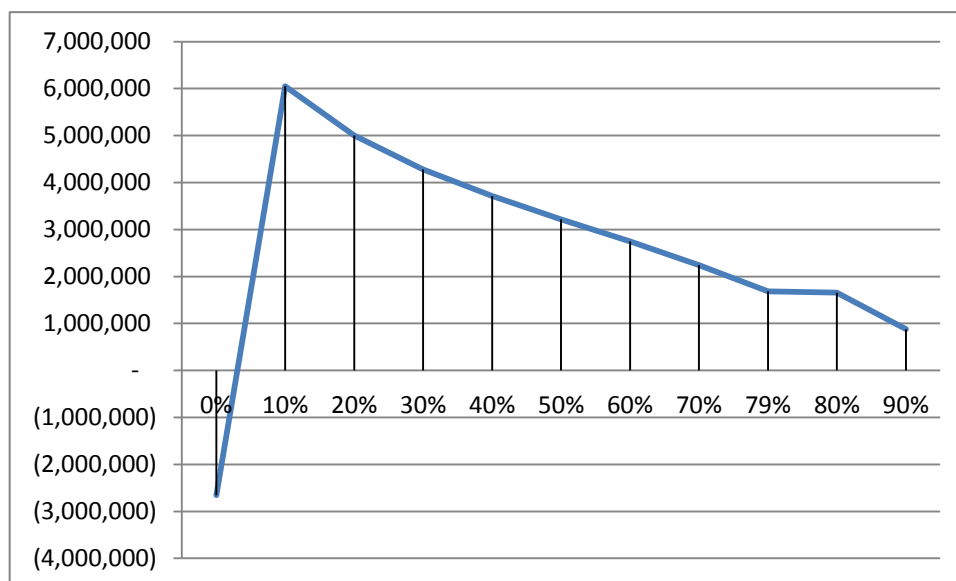
0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	79%	80%	90%
(2,657,579)	6,052,558	5,003,293	4,279,383	3,712,480	3,218,993	2,745,152	2,243,497	1,681,169	1,654,853	880,940

**Fuente: Proyección de Estados Financieros**

**Elaborado por la autora**



**Gráfico 5. Valor de la empresa**



**Fuente: Proyección de estados financieros**

**Elaborado por: la autora**

### **Conclusiones y recomendaciones**

En el análisis realizado a la empresa DFECUADOR S.A., por medio de la herramienta de ratio de apalancamiento se puede concluir que la estructura actual que maneja la empresa es financiada por terceros, y este número en el último año corresponde al 77.46%. Los resultados actuales nos demuestran que la empresa sigue el modelo de la Jerarquización financiera ya que evita utilizar una deuda financiera para desarrollar su actividad.

Para encontrar la estructura de capital y niveles de endeudamientos adecuados, se siguió el modelo Trade-Off donde se proyectaron los estados financieros a distintos niveles de endeudamiento. La proyección de los flujos de la compañía nos demostró que se obtiene la mayor valoración de la compañía en el nivel de endeudamiento al 10%, que será el punto perfecto de equilibrio donde la empresa se vea beneficiada por los intereses del endeudamiento.

Bajo este análisis y los factores de los distintos escenarios realizados, es conveniente que la empresa se acoja a los beneficios tributarios que le puede ofrecer el endeudamiento, así

podrá aprovechar en invertir el capital, diversificar el negocio que va a contribuir en el balance de los gastos excesivos que maneja actualmente.

## Bibliografía

- Aguirre Sábada, A. (1992). En *Fundamentos de la Economía y Administración de Empresas* (pág. 401). Ediciones Pirámide.
- Altair Consultores. (s.f.). *Valoración de Empresas por Flujos de Caja Descontados*. Recuperado el 16 de Julio de 2014, de <http://www.altair-consultores.com/content/valoraci%C3%B3n-de-empresas-por-flujos-de-caja-descontados>
- Arévalo, M., Cepeda, I., & Sojos, C. (2008). Recuperado el 17 de Febrero de 2014, de <https://www.dspace.espol.edu.ec/bitstream/123456789/6706/1/TESIS%20completa1.pdf>
- Asamblea Nacional. (22 de Enero de 2009). *Resolución No. 545 El Consejo de Comercio Exterior e Inversiones, Registro Oficial 512*. Quito, Ecuador.
- Asamblea Nacional. (29 de Diciembre de 2010). *Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversión, COPCI*. Quito, Ecuador.
- Asamblea Nacional. (19 de Mayo de 2011). *Reglamento al título de la facilitación Aduanera para el Comercio, del libro V Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones, Registro Oficial*. Quito, Ecuador.
- Cabanellas, G., & Alcala-Zamora y Castillo, L. (1984). En *Diccionario Enciclopedico de derecho usual*. Buenos Aires, Argentina: Heliasta S.R.L.
- Céspedes, J., González, M., & Molina, C. (12 de Marzo de 2009). *Ownership and capital structure in Latin America*. Recuperado el 11 de Julio de 2013, de <http://web.ebscohost.com/ehost/detail?sid=92ce610c-0b77-4d50-a830-db669444c495%40sessionmgr14&vid=1&hid=26&bdata=Jmxhbmc9ZXMmc2l0ZT1laG9zdC1saXZl#db=buh&AN=48149199>
- Congreso Nacional. (24 de Noviembre de 2011). *Código de Procedimiento Civil*. Quito, Ecuador.
- Corporación Aduanera Ecuatoriana. (05 de Febrero de 2010). *Resolución GGN-CGNJ-DTA-CC-0020 Contrato de Renovación de la Autorización para el funcionamiento y Operación como Almacén Libre (IN-BOND o DUTY FREE) De Mercancías de la empresa DFECUADOR S.A.* Guayaquil, Ecuador.
- Degryse, H., de Goeij, P., & Kappert, P. (3 de Abril de 2010). *The impact of firm and industry characteristics on small firms' capital structure*. Recuperado el 29 de Junio de 2013, de <http://link.springer.com/article/10.1007%2Fs11187-010-9281-8#>
- Dias, D., Toshiro, W., & Cruz, L. (21 de Marzo de 2009). *DETERMINANTS OF CAPITAL STRUCTURE OF PUBLICLY-TRADED COMPANIES IN LATIN*. Recuperado el 11 de Julio de 2013, de [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1365987](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1365987)

- Dufry. (s.f.). *Dufry en un minuto*. Recuperado el 19 de Noviembre de 2013, de <http://www.dufry.com/es/OurCompany/Dufryinoneminute/index.htm>
- Fierro, L. (07 de 2013). *Revista Gestión*. Recuperado el 27 de 12 de 2013, de [http://www.revistagestion.ec/wp-content/uploads/2013/07/229\\_004.pdf](http://www.revistagestion.ec/wp-content/uploads/2013/07/229_004.pdf)
- Gómez, L. (Junio de 2009). *Actualidad Empresarial No. 184: Factores determinantes de la estructura de capital*. Recuperado el 11 de Junio de 2013, de [http://www.aempresarial.com/servicios/revista/185\\_9\\_ZWBNXXNVGJBAMCPQVBUJCPQH CNWTYAWXWXKUVXPBHQCTSRKOTE.pdf](http://www.aempresarial.com/servicios/revista/185_9_ZWBNXXNVGJBAMCPQVBUJCPQH CNWTYAWXWXKUVXPBHQCTSRKOTE.pdf)
- Mieres, F. (2012). En *Duty Free Shop* (pág. 44). Bloomington: Palibrio.
- Miller, M. (1977). Debt and taxes. En *Journal of Finance* (págs. 261-275).
- Modigliani, F., & Miller, M. (1958). *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of*. EE.UU.: American Economic Review 48.
- Mondragón, S. (2011). *Marco conceptual de las teorías de la irrelevancia, del trade-off y de la jerarquía de las preferencias*. Recuperado el 27 de Junio de 2013, de Scielo: <http://www.scielo.org.co/pdf/cuco/v12n30/v12n30a07.pdf>
- Mongrut, S., Fuenzalida, D., Pezo, G., & Teply, Z. (1 de Julio de 2010). *Explorando teorías de Estructura de Capital en Latinoamérica*. Recuperado el 15 de Junio de 2013, de <http://web.ebscohost.com/ehost/pdfviewer/pdfviewer?vid=5&sid=13324713-1911-4df5-b487-174e6fb8941d%40sessionmgr104&hid=126>
- Pozzo, H. (s.f.). *Análisis de la Estructura de Capital de las firmas y sus determinantes en América Latina*. Recuperado el 18 de Junio de 2013, de <http://www.depeco.econo.unlp.edu.ar/maestria/tesis/040-tesis-pozzo.pdf>
- Ranking Empresarial del año 2012. [Archivo de Datos]. Guayaquil, Ecuador: Superintendencia de Compañías.
- Ross, S., Westerfield, R., & Jaffe, J. (2009). En *Finanzas Corporativas* (págs. 398 - 460). Mexico: McGraw-Hill/Interamericana Editores S.A. de C.V.
- Salazar, M. (29 de Octubre de 2012). *La optimización de la estructura de capital de la empresa: un modelo práctico de trade-off y su validación empírica*. Recuperado el 27 de Junio de 2013, de TDR Tesis Doctorales en Red: <http://www.tdx.cat/handle/10803/96530>
- Van Horne, J. (1996). En t. M. Panaigua, *Biblioteca de Administracion Financiera* (pág. 3434). Mexico: Prentice-Hall Hispanoamericana S.A.
- Van Horne, J., & Wachowicz, J. (2009). *Financial Management*. England: Pearson Education Limited.

Zambrano, S., & Acuña, G. (2011). *Estructura de Capital. Evolución teórica*. Recuperado el 05 de 07 de 2013, de <http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=3815888>