



ESPE
UNIVERSIDAD DE LAS FUERZAS ARMADAS
INNOVACIÓN PARA LA EXCELENCIA

**VICERRECTORADO DE INVESTIGACIÓN
INNOVACION Y TRANSFERENCIA DE TECNOLOGÍA**

CENTRO DE POSGRADOS

**SEGUNDO PROYECTO PREVIO A LA OBTENCIÓN DEL
TITULO DE MAGISTER EN FINANZAS EMPRESARIALES**

**TEMA: “PROPUESTA DE ESTRATEGIAS PARA LAS
EMPRESAS NACIONALES DEL SECTOR CEMENTERO
ECUATORIANO”**

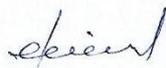
AUTOR: VIDAL LEÓN, GUADALUPE

DIRECTOR: ECON. SORIA, GALO

SANGOLQUÍ, 2015

CERTIFICADO

Certificamos que el presente proyecto “Propuesta de estrategias para las empresas nacionales del Sector Cementero Ecuatoriano” fue desarrollado en su totalidad por la Econ. Guadalupe Vidal León, bajo nuestra dirección.



Econ. Galo Soria Rodríguez



Álvaro Carrillo Punina

AUTORIA Y RESPONSABILIDAD

El presente proyecto titulado “Propuesta de estrategias para las empresas nacionales del Sector Cementero Ecuatoriano”, ha sido desarrollado considerando los métodos de investigación existentes, así como también se ha respetado el derecho intelectual de terceros considerándolos en citas a pie de página y como fuentes en el registro bibliográfico.

Consecuentemente declaro que este trabajo es de mi autoría, en virtud de ello me declaro responsable del contenido, veracidad y alcance del proyecto en mención.



AUTORIZACIÓN

Yo, Guadalupe Vidal León, autorizo a la Universidad de las Fuerzas Armadas “ESPE” a publicar en la biblioteca virtual de la institución el presente trabajo “Propuesta de estrategias para las empresas nacionales del Sector Cementero Ecuatoriano”, cuyo contenido, ideas y criterios son de mi autoría y responsabilidad.

Sangolquí, mayo de 2015

Guadalupe Vidal León

DEDICATORIA

A mis hijos: Andrés, Juan Pablo y Nathi y mi nieta Julita

AGRADECIMIENTO

Agradezco a todas las personas que hicieron posible la realización y culminación de éste proyecto, en especial a Nathi por todo el apoyo que me brindó en la corrección del mismo.

De igual manera agradezco al director del proyecto Econ. Galo Soria Rodríguez, por la asesoría y paciencia que tuvo para la culminación de este trabajo que es parte de la obtención del grado de Máster en Finanzas Empresariales.

INDICE DE CONTENIDO

CERTIFICACIÓN	¡Error! Marcador no definido.
DECLARACIÓN DE RESPONSABILIDAD	¡Error! Marcador no definido.
AUTORIZACIÓN	iv
DEDICATORIA	v
AGRADECIMIENTO	vi
INDICE DE CONTENIDO	vii
INDICE DE TABLAS	ix
INDICE DE FIGURAS	x
RESUMEN	xi
SUMMARY	xii
1. ANTECEDENTES	1
1.1. Introducción	1
1.2. Resumen de la aplicación del EVA® en el sector cementero ecuatoriano	3
1.3. Justificación e Importancia	5
1.4. Estado del arte a nivel mundial y local	6
1.5. Planteamiento del problema.....	7
1.6. Formulación del problema a resolver	8
1.7. Objetivo General.....	9
1.8. Objetivos Específicos.....	9
2. MARCO TEÓRICO Y ANÁLISIS CONCEPTUAL DEL ESTADO DEL ARTE	10
2.1. Marco teórico	10
2.2. Marco conceptual.....	10
2.3. Metodología y Técnicas de investigación.....	11
2.4. El Valor Económico Agregado (EVA®) como técnica de generación de valor....	12
2.5. Estrategias de generación de valor económico agregado	14

2.5.1.	Estrategias en la operación.....	14
2.5.2.	Estrategias sobre financiamiento.....	19
2.6.	Rentabilidad económica, su aplicación y uso en las empresas	23
2.7.	Rentabilidad financiera, su aplicación y uso en las empresas	25
3.	DISEÑO DE ESTRATEGIAS	27
3.1.	Diseño de estrategias de evaluación e impacto.....	27
3.1.1.	Aplicación de estrategias a la empresa cementera HOLCIM Ecuador S.A.....	29
3.1.2.	Aplicación de estrategias a las empresas cementeras Cemento Chimborazo C.A., e Industrias Guapán S.A. (Consolidadas).....	34
3.2.	Rentabilidad, liquidez inversión y financiamiento	44
3.2.1.	De inversión	46
3.2.2.	De financiamiento	46
3.3.	Identificación de la capacidad de generación de utilidades y valor económico agregado de las empresas del sector cementero con un ejemplo.....	49
3.4.	Determinación de beneficios.....	50
4.	CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	52
4.1.	Conclusiones	52
4.2.	Recomendaciones	53
	BIBLIOGRAFIA.....	54
	GLOSARIO	58
	ANEXO 1	59
	HOLCIM ECUADOR S.A.	60
	CEMENTO CHIMBORAZO C.A.....	70
	INDUSTRIAS GUAPAN S.A.....	85

INDICE DE TABLAS

Tabla N° 1: Resumen del EVA del sector cementero ecuatoriano de las empresas nacionales (en miles de dólares).....	4
Tabla N° 2: Ejercicio para incrementar el EVA mejorando el UDIAI	15
Tabla N° 3: Ejercicio para mejorar el EVA invirtiendo en proyectos que brinden mayor rentabilidad que el WACC (Inversión Inicial \$1000)	16
Tabla N° 4: Ejercicio para mejorar el EVA® liberando fondos ociosos	18
Tabla N° 5: Ejercicio para mejorar el EVA desinvirtiendo en actividades que generan menor rendimiento que el WACC	19
Tabla N° 6: Incremento del apalancamiento financiero y cambio de la estructura del capital	21
Tabla N° 7: Ejercicio para mejorar el EVA incrementando el apalancamiento financiero ..	21
Tabla N° 8: Reducción del costo de financiamiento.....	22
Tabla N° 9: Ejercicio para mejorar el EVA reduciendo el costo de financiamiento	22
Tabla N° 10: Mejora la eficiencia operativa, el UDIAI y el EVA® por incremento en ventas HOLCIM Ecuador S.A. (en miles de dólares).....	30
Tabla N° 11: Incremento del EVA® mediante la liberación de Fondos Ociosos.....	31
Tabla N° 12: Inversión en proyectos que generan mayor rentabilidad que el WACC	32
Tabla N° 13: Inversión en proyectos que generan mayor rentabilidad que el WACC	33
Tabla N° 14: Mejorando la UDIAI si requerir inversión adicional, incrementan ventas en 10% y 15%, con ajuste de costos variables. Consolidado Cementeras Nacionales.....	35
Tabla N° 15: Liberación de fondos ociosos. Reducción del ciclo de conversión del efectivo, provocando una disminución neta de activos. Consolidado Empresas Nacionales Inversión (en miles de dólares).....	36
Tabla N° 16: Invirtiendo en proyectos que generen mayor rentabilidad que el WACC. (Consolidado Empresas Nacionales Inversión (en miles de dólares)	37
Tabla N° 17: Incremento apalancamiento financiero	38
Tabla N° 18: Invirtiendo en proyectos que generen mayor rentabilidad que el WACC. (Consolidado Empresas Nacionales Inversión (en miles de dólares)	38
Tabla N° 19: TIR Y VAN Consolidado empresas nacionales (en miles de dólares).....	39
Tabla N° 20: Incremento apalancamiento financiero con nueva estructura de pasivos y patrimonio	40
Tabla N° 21: Incremento de la inversión en proyectos que generan mayor rentabilidad que el WACC. Consolidado empresas nacionales (en miles de dólares).....	40

Tabla N° 22: Incremento de la inversión en proyectos que generan mayor rentabilidad que el WACC. Consolidado empresas nacionales (en miles de dólares).....	41
Tabla N° 23: Incremento de la inversión en proyectos que generan mayor rentabilidad que el WACC, gestionando la reducción del costo de financiamiento.....	42
Tabla N° 24: Incremento de la inversión en proyectos que generan mayor rentabilidad que el WACC, la deuda captada se financia con emisión de valores al 7,5%. Consolidado empresas nacionales (en miles de dólares).....	43
Tabla N° 25: TIR Y VAN. Con bajo costo de la tasa de interés y WACC de 8,70%.....	44
Tabla N° 26: Cálculo del UDIAI con datos del Balance de 2012. Consolidado empresas nacionales (en miles de dólares)	50
Tabla N° 27: Cálculo del UDIAI con incremento en ventas de 23%. Consolidado empresas nacionales (en miles de dólares)	50

INDICE DE FIGURAS

Figura N°1: Participación de mercado de las cementeras en el Ecuador	48
---	----

RESUMEN

Luego de un estudio previo para conocer si las empresas cementeras existentes en Ecuador generan Valor Económico Agregado EVA®, se encontró que si lo hacen, sin embargo partiendo del activo, este depende mucho de los ingresos operacionales, costo de ventas y de los activos fijos netos, es decir mientras mayores sean sus inversiones en planta y equipo los ingresos operacionales deberían también ser altos, estos a su vez permitirán una mayor o menor Utilidad Después de Impuestos y Antes de Intereses (UDIAI), partiendo del pasivo y en la estructura de capital debido a que todo capital tiene un costo, sea propio o ajeno. Lograr el crecimiento de la empresa no es solo la acción y decisión de los administradores y gerentes, también es muy importante la participación de obreros, el desempeño conjunto de las personas que conforman la empresa y el criterio empresarial que hacen que la empresa crezca y se mantenga en el tiempo. A partir de la generación del Valor Económico Agregado, las empresas tienen un sustento debido a que éstas se crean para crecer e incrementar su valor económico constantemente, no es suficiente generar utilidades, éstas son parte del desenvolvimiento contable, no afectan al crecimiento de la empresa, y no son suficientes para lograr el crecimiento de la empresa, lo importante es que exista una diferencia entre el costo del capital propio y del capital ajeno o financiado, cuando esto suceda se habrán satisfecho las exigencias de los accionistas.

PALABRAS CLAVE:

VALOR ECONÓMICO AGREGADO (EVA)

RENTABILIDAD DE LA INVERSIÓN (ROI)

COSTO PROMEDIO PONDERADO DEL CAPITAL (WACC)

UTILIDAD DESPUES DE IMPUESTOS Y ANTES DE INTERESES (UDIAI)

SECTOR CEMENTERO

SUMMARY

After a previous studio made to know if cement companies based in Ecuador generate Economic Value Added EVA, it was found that these companies do generate EVA. Nevertheless, EVA depends on operational revenues, selling costs, and net fixed assets. That means, the higher is the investment in plant and equipment, the higher the operational revenues. This will also allow to increase or decrease the profits after taxes and before interest (Profits After Taxes And Before Interest - UDIAI), based on the liabilities and on the capital structure that must have an own cost or an external cost. The growth of a company is not only based on actions and decisions from its managers and directors, it is also important the participation of its workers, the joint performance of every person that is part of the company, and the business judgment. These factors allow the growth of the company and its permanency in the time. Since the EVA generation, companies have sustenance because these are created to constantly grow and increase its economic value, it is not enough just to increase the profits. The profits are part of the accounting development, and do not affect the growth of the company and are not enough to accomplish the growth of the business. The important point is to have a difference between the own capital, and the funded or foreign capital. When this happen the demands of the stockholders will be satisfied

KEYWORDS:

ECONOMIC VALUE ADDED (EVA)

RETURN ON INVESTMENT (ROI)

WEIGHTED AVERAGE COST OF CAPITAL (WACC)

PROFIT AFTER TAXES AND BEFORE INTEREST (UDIAI)

CEMENT SECTOR

CAPITULO I

1. ANTECEDENTES

1.1. Introducción

La falta de vivienda e infraestructura en países en desarrollo son problemas muy importantes que se deben resolver, esto debe ser parte de una política de estado que permita mejorar el nivel de vida de la población, y los niveles de producción, para lograr el desarrollo y crecimiento, de los estados.

El cemento y algunos de sus derivados son importantes para lograr este objetivo, son la materia prima para la construcción, su producción a nivel mundial está determinada por pocas empresas consolidadas, siendo éstas, HOLCIM, LAFARGE CEMEX México, HeilderbergerCement, Italcementi, CIMPOR CEMENTOS DI PORTUGAL, SGPS.S.A., las más importantes, de éstas se encuentran en el país HOLCIM, la primera cementera a nivel mundial y LAFARGE, la segunda en el mismo orden.

Su ubicación en países en desarrollo responde a la necesidad de expansión en éstos mercados y a la seguridad que éstos ofrecen, debido a la falta de vivienda e infraestructura pública y privada.

El crecimiento de éstas empresas se debe a fusiones y compras, también los mercados financieros y de valores han sido importantes en su expansión, pero al ser empresas con productos similares la competencia se vuelve importante por ello en la actualidad para abaratar sus costos utilizan para la producción combustibles alternativos y buscan países en donde la materia prima es más barata y su localización les permite comercializar fácilmente sus productos en distintos países, se encuentran localizadas a nivel global.

Debe también recordarse que el establecimiento de las plantas cementeras es costoso y su construcción se demora, el transporte de sus productos también es alto y

al existir productos alternativos deben desarrollar bienes diversos que satisfagan el mercado mundial, adicionalmente tienen que cumplir roles de productores y comercializadores.

La creación y desarrollo de una empresa son situaciones planificadas por sus dueños y directivos, sin embargo y a pesar del análisis hecho para conocer la posibilidad de generar beneficios, el riesgo está presente en mayor o menor grado, éste en la mayoría de casos viene de fuera de la empresa, por lo tanto no solo es suficiente creer que al generar utilidades la empresa se mantendrá por muchos años. Con el paso del tiempo y al tener disponibles los estados financieros su análisis parecería que es suficiente para conocer su desenvolvimiento y resultados, pero para que la empresa crezca y se mantenga en el mercado es necesario hacer no solo análisis financiero si no también económico, esto es para medir la conveniencia de crecer con inversiones provenientes de accionistas o créditos del sector financiero, debido a que es necesario saber si luego de conocer el rendimiento de las inversiones éstas son superiores al costo de capital promedio ponderado o si luego de haber deducido la totalidad de gastos incluimos el costo de oportunidad del capital y los impuestos aún queda un importe. Resumiendo se puede decir que es necesario saber cuál es la productividad de todos los factores utilizados para desarrollar la actividad empresarial, para en base a los resultados y un criterio empresarial la empresa pueda y deba mantenerse en el mercado y satisfacer las ganancias de los accionistas, esto se logra a través de la utilización del Valor Económico Agregado (EVA), como una herramienta de cálculo.

En el proyecto denominado: “ANÁLISIS Y ESTRUCTURACIÓN DEL VALOR ECONÓMICO AGREGADO DE LAS EMPRESAS CEMENTERAS DEL ECUADOR”, se demuestra como las empresas con capital internacional HOLCIM Ecuador S.A. y LAFARGE Cementos S.A., logran generar valor económico agregado en los dos años propuestos (2011 y 2012), mientras las empresas nacionales Cementos Chimborazo C.A., e Industrias Guapán S.A., solo lo hacen en uno de los dos años estudiados, precisamente esta es la razón por la cual se ha considerado que hacer una propuesta de estrategias para las empresas nacionales del sector cementero ecuatoriano es de vital importancia ya que se podría mantener asegurada la producción nacional y controlar los precios, de esta forma la

competencia con las empresas de capital extranjero beneficiaría a la demanda existente y a la construcción en general.

1.2. Resumen de la aplicación del EVA® en el sector cementero ecuatoriano

La generación del EVA® de las empresas del sector cementero ecuatoriano cuyo capital es de origen nacional y gran parte del mismo es de propiedad del estado es negativo un año para Cemento Chimborazo C.A., (2012) y otro año para Industrias Guapán S.A., (2011) varias circunstancias como la creación de una planta de durmientes que no tiene demanda en el caso de la primera y la necesidad de liquidar al 47% de empleados en el segundo pueden ser justificativos, pero la verdad es que si desean mantenerse en el mercado a pesar de situaciones complejas del pasado deben buscar formas de lograrlo, para ello precisamente es necesario plantear propuestas de estrategias que mejoren su rendimiento financiero y económico y se puedan mantener en el mercado y porque no llegar a ser competitivas y ganar espacios importantes.

En el siguiente cuadro se puede observar que el ROI es alto en relación con el WACC, lo que significa que la gerencia utiliza el dinero de los inversores más eficientemente, y como el WACC o costo promedio ponderado de la inversión es menor, es necesario aplicar estrategias que suban el WACC y el valor económico agregado mejore, porque no es suficiente generar utilidades porque de otra manera los inversores (el estado ecuatoriano mayor accionista) pueden dedicar sus recursos a otras actividades que produzcan mayor valor económico.

A continuación se presenta el cuadro de la aplicación del EVA®, para las empresas de capital de origen nacional.

Tabla N° 1

Resumen del EVA del sector cementero ecuatoriano de las empresas nacionales (en miles de dólares)

	CEMENTO CHIMBORAZO	INDUSTRIAS GUAPÁN
CAPITAL TOTAL	113.053	96.679
UODI	8.081	12.894
ROI	7,15%	13,34%
WACC	14,69%	*
ROI - WACC	-7,54%	*
EVA	-8.524	6.623

*No se dispone de información suficiente para el cálculo del WACC

En el caso de las empresas nacionales que tienen participación de recursos públicos se tratará de utilizar estrategias que permitan competir con las empresas privadas de capital de origen extranjero.

Como se resumió este cálculo con la información del proyecto que le antecede y del mismo se desprende la información que demuestra que tres de las empresas generan valor económico agregado, pero que no es suficiente lo que se puede inferir que a través de estrategias se podría generar mayor valor lo que permitiría a las empresas no solo crecer sino también satisfacer los intereses de los accionistas, con cuya aplicación se cumpliría el propósito de éste proyecto.

No se debe olvidar el hecho de que en el país se encuentren las dos empresas cementeras más grandes a nivel mundial hace que los precios del cemento sean similares, lo que implica que mientras más posibilidades de que sus plantas productoras puedan incrementar la producción y vender más, no permitirán que las dos empresas nacionales puedan lograr niveles de venta mayores para mejorar la

generación de valor para sus accionistas, a partir del incremento de ventas del producto.

Otra restricción puede ser el hecho de que las inversiones de las empresas multinacionales superan en algo más de cuatro veces HOLCIM Ecuador S.A., y más de dos veces LAFARGE Cementos S.A., a las empresas de capital nacional.

Esto se explica debido a que la inversión en una cementera es bastante alta, lo que no permite emprender en este negocio con facilidad sino se tiene suficientes recursos.

A pesar de todas las circunstancias adversas no se debe desconocer los esfuerzos que ha hecho el gobierno nacional para fusionar a las dos empresas con participación estatal para volverlas competitivas, sin embargo el proceso no ha sido tan ágil como para que se mejore la cantidad de producción y ventas. Como se observa los resultados del EVA®, de las empresas nacionales, no es lo apropiado en relación a lo que se esperaría obtener para crecer y establecerse de mejor manera en el mercado nacional, razón por la que en este proyecto se propondrán algunas estrategias para mejorar el EVA®.

1.3. Justificación e Importancia

Al ser un sector tan importante en la economía del país debido al aporte al sector de la construcción, que satisface la necesidad de vivienda y la obra pública, y la generación de empleo que aportan en forma significativa al PIB nacional para el año 2013 éste sector creció en 8.6%, mientras el crecimiento del PIB fue de 4.5%, (BCE) sin embargo se debe aclarar que en el sector cementero, la mayor producción se la hace en empresas con capital extranjero, por lo que es necesario proponer estrategias para que las empresas con capital nacional mejoren el valor económico agregado y sus resultados sean satisfactorios, debido a que como ya se demostró en el proyecto anterior la generación del EVA® no es apropiado para la inversión existente.

1.4. Estado del arte a nivel mundial y local

Existe amplia información y teoría respecto a la aplicación del Valor Económico Agregado, sin embargo la información respecto a las empresas del sector cementero es limitada, lo cual se explica a continuación.

A nivel internacional la información es la que las empresas del sector ofrecen, como los informes y balances de HOLCIM y LAFARGE, que se utilizarán para hacer la comparación del desempeño de las empresas nacionales con las empresas multinacionales que funciona en el país.

A nivel nacional existen estudios técnicos y de comercialización, pero no existen estudios de gestión financiera de las empresas cementeras.

El Banco Central del Ecuador cuenta con un estudio en la publicación de Cuentas Nacionales Trimestrales del Ecuador N°64, en el cual está: “Contribución de la industrias a la variación trimestral del PIB precios constantes... la producción total de cemento del primer semestre del año 2008” (BCE).

Además, se encuentran varios estudios como: El mercado del cementero en Ecuador (EPCE), la industria del cemento en la economía (EKOS NEGOCIOS), Análisis Sectorial Industria del Cemento en Informe Sectorial del Cemento (Enero 2012), que incluye información de la industria a nivel mundial y del Ecuador.

Adicionalmente, existen varias tesis y estudios sobre el cemento y la industria cementera en Ecuador, pero se refieren al contenido químico, usos y combinaciones que se pueden hacer para utilizarlo en la construcción de vivienda.

El Instituto Nacional de Preinversión (INP) y el Ministerio de Industrias y Productividad han elaborado en el año 2013 un estudio básico, cuya finalidad es presentar el panorama del sector cementero ecuatoriano.

Se puede añadir que en el primer proyecto denominado: “Análisis y estructuración del Valor Económico Agregado de las empresas cementeras del Ecuador” en el cual el objetivo fue calcular el Valor Económico Agregado EVA®, con el fin de conocer si las empresas del sector cementero ecuatoriano creaban valor para sus accionistas o lo destruían, con la información que se pudo obtener de cada empresa del sector cementero, LAFARGE Cementos S.A., se encontró que generaba valor agregado para los dos años tomados en cuenta (2011 y 2012), en ese proyecto, HOLCIM Ecuador S.A también genera valor, mientras la Cemento Chimborazo C-A., para 2011 genera valor y para 2012 destruye este valor, la empresa Industrias Guapán S.A., a la inversa destruye valor en el año 2011 y genera en el año 2012.

1.5. Planteamiento del problema

En el ámbito mundial el crecimiento de las empresas cementeras es importante debido a la necesidad del desarrollo de infraestructura pública, de grandes obras privadas destinadas al turismo y de la necesidad de vivienda, por lo que varias de las empresas se siguen fusionando e incrementando capitales y tecnología para mejorar el desempeño y crecimiento.

En los países en desarrollo el crecimiento del sector cementero es más evidente, debido a la necesidad de reducir el déficit de infraestructura y de asegurar el desarrollo económico, ésta es una política de gobierno que permite que se inviertan importantes recursos en este sector, además el incremento de vivienda para el sector privado que se ha dado en esos últimos años, con el fin de cubrir una necesidad importante.

En Ecuador, el PIB, de junio de 2014 del sector de la construcción es de 8.5% y la mano de obra utilizada en el sector para el mismo mes es de 8.1% del total de la PEA, según el Banco Central del Ecuador, en el año 2010 la industria cementera fue del 10% del PIB, además de ser la más intensiva en la generación de empleo, solo en plazas directas generó el 7,5%, de los ocupados directos, para el año 2014 disminuye el crecimiento, pero se mantiene entre los sectores de mayor generación del PIB y empleo, esta es una causa adicional por lo que se hace necesaria la creación de valor

económico agregado porque es un sector importante en la generación del Producto Interno Bruto.

El resultado del análisis con la información del proyecto que antecede, demuestra que la generación de valor económico agregado de las empresas cementeras de capital nacional no es satisfactorio por lo que es necesario buscar nuevas formas de generar EVA® a través de estrategias, como de: liquidez, rentabilidad e inversión.

También se debe considerar que las empresas cementeras, en el país son pocas, la inversión de éstas es alta y el sector al que ofertan sus productos es muy competitivo, debido a que las cementeras venden los mismos productos y dependiendo de su tamaño las empresas fabrican algunos productos complementarios como: prefabricados de cemento, aunque estos productos no son la oferta importante del negocio.

Por esta razón el presente proyecto trata de desarrollar modelos de estrategias para mejorar el incremento del Valor Económico Agregado (EVA), de las empresas cementeras ecuatorianas.

1.6. Formulación del problema a resolver

Este proyecto se enfocará en el desarrollo de las siguientes preguntas:

1. ¿Qué estrategias permitirán incrementar el crecimiento del EVA de las empresas nacionales del sector cementero?
2. ¿Podrán las empresas cementeras nacionales volverse competitivas frente a HOLCIM Ecuador S.A., la primera a nivel mundial?
3. ¿La aplicación del EVA, como herramienta de gestión financiera permitirá identificar variables, cuyo objetivo es maximizar el valor de la empresa?

1.7. Objetivo General

- a) Diseñar estrategias que permitan la generación de valor y la creación del valor económico agregado de las empresas nacionales el sector cementero.

1.8. Objetivos Específicos

- a) Describir un modelo teórico de estrategias que causen impacto en la generación del EVA®.
- b) Utilizar inductores que afectan la creación de valor del negocio como: crecimiento de ventas, inversiones, márgenes de utilidad operativa y demás componentes del flujo de caja libre, siempre haciendo la comparación entre las empresas de recursos nacionales y HOLCIM Ecuador S.A., de recursos extranjeros.
- c) Utilizar Benchmarking para tener elementos de análisis de las empresas de origen nacional e internacional e identificar las variables que influyen en la generación de valor de la empresa que permita actuar sobre la generación de ingresos, costos, gastos de capital, que puedan tener influencia directa en la generación del valor.
- d) Identificar la utilidad en operación, disgregación de proyectos no rentables y buscar proyectos que generen rendimientos, entre las empresas de recursos nacionales y extranjeros.

CAPITULO II

2. MARCO TEÓRICO Y ANÁLISIS CONCEPTUAL DEL ESTADO DEL ARTE

2.1.Marco teórico

Con el enfoque presentado, y la información secundaria obtenida de los balances generales, de resultados y el de estructura de capital de las empresas cementeras, el método de investigación que se usará para la proponer estrategias para el mejoramiento del EVA® en las empresas cementeras del país es el “Método Lógico Inductivo Incompleto”.

Este método (Método Lógico Inductivo) permite razonar partiendo de casos particulares, que los eleva a conocimientos generales; además la formación de hipótesis, investigación de leyes científicas y demostraciones. La inducción puede ser completa o incompleta.” Inducción incompleta: Los elementos del objeto de investigación no pueden ser numerados y estudiados en su totalidad, obligando al sujeto de investigación a recurrir a una muestra representativa, que permita hacer generalizaciones” (RAMOS CHAGONA, 2008)

2.2.Marco conceptual

Al ser el EVA® el resultado obtenido una vez que se han cubierto todos los gastos y satisfecho una rentabilidad mínima esperada por parte de los accionistas, en este proyecto se propondrán estrategias financieras como: aumento de utilidad bruta, aumento de ingresos por ventas, disminución de costos de producción y/o servicio, disminución de gastos operacionales, incremento y reducción de capital invertido.

A lo anterior se debe añadir el concepto de rentabilidad económica que es aquella relación que existe entre los beneficios que proporciona una determinada operación de los activos de la empresa o de capitales invertidos, este rendimiento es de la financiación propia o ajena, independientemente de la composición del pasivo.

Es necesario añadir la rentabilidad financiera que mide la rentabilidad de los accionistas o rentabilidad del capital propio.

Adicionalmente se utilizará el concepto de Benchmarking, herramienta destinada a lograr comportamientos competitivos en la oferta de los mercados monopolísticos, que consiste en la comparación del desempeño de las empresas a través de la medida de (RONDA PUPO, 2002). En el planteamiento de las estrategias se utilizará el Benchmarking, debido a la competencia existente entre las empresas nacionales y las multinacionales existentes en el país, tanto en el ámbito financiero como contable, que permitirá hacer comparaciones necesarias para la proposición de estrategias.

El concepto de estrategias, que parte del griego, arte para conducir un ejército, lo cual implica la existencia de una rivalidad o competencia, pero puede ser también una guía para lograr un rendimiento máximo en una organización en todos los ámbitos, como: la administración de todos los recursos para la optimización de la misión (RONDA PUPO, 2002). Puede también tratarse de acciones planificadas con anticipación, cuyo objetivo es alinear recursos y potencialidades de una empresa para el logro de metas y objetivos de expansión y crecimiento. (WIKIPEDIA, 2015)

2.3. Metodología y Técnicas de investigación

Con el enfoque presentado, y la información secundaria obtenida de los balances: generales, de resultados y el de estructura de capital, de las empresas cementeras el método de investigación que se usará para la elaboración del EVA® e indicadores relacionados, es el “Método Lógico Inductivo Incompleto”.

Método Lógico Inductivo, razonamiento que partiendo de casos particulares, se eleva a conocimientos generales. Este método permite la formación de hipótesis, investigación de leyes científicas y las demostraciones. La inducción puede ser completa o incompleta.” Inducción incompleta: Los elementos del objeto de investigación no pueden ser numerados y estudiados en su totalidad, obligando al

sujeto de investigación a recurrir a una muestra representativa, que permita hacer generalizaciones” (RAMOS CHAGONA, 2008).

La elaboración del EVA®, se aplicará con la técnica que sustenta que todo capital tiene un costo para la empresa, no importa quién sea el proveedor de los fondos, nunca es gratuito.

- Se identificará la capacidad de generación de utilidades y valor económico agregado de las empresas del sector cementero nacional que existen en el país frente a las de origen extranjero, que serán utilizadas para el análisis.
- Además se puede probar que el EVA® del sector tomado como muestra siempre será positivo, ya que eso se demuestra en el proyecto que antecede.

2.4. El Valor Económico Agregado (EVA®) como técnica de generación de valor

Existen varios autores, entre ellos (Acuña, 2001), que escriben sobre el EVA®, sin embargo lo importante del uso de estos conceptos, como del también llamado (Economic Profit) o utilidad económica, es que buscan el éxito empresarial, directamente relacionado con la generación del valor económico, cuyo estudio se puede considerar como una técnica que se aplica en las empresas dentro de las estrategias de generación de valor económico, la forma más sencilla de calcularlo es restando de las utilidades operacionales, el costo financiero de los activos de la empresa que se utilizaron para generar las utilidades de la misma.

Entre los objetivos que se plantean se encuentran aquellos de carácter económico y financiero, para ello es importante proponer estrategias, considerando el concepto cuyo significado está relacionado con la guía para el logro máximo de rendimientos de la organización en todos los ámbitos, debido a que si se pueden cuantificar en términos de utilidades, o de valor económico agregado, para llegar a estos valores son todos los recursos de la organización incluyendo el talento humano y recursos

físicos en conjunto los que deben actuar para conseguir el objetivo de lograr el mayor crecimiento del EVA®.

En el caso de lograr un EVA positivo, se ha generado una rentabilidad superior al costo de capital, por lo tanto está generando valor, si sucede lo contrario (si el valor es negativo), la empresa está destruyendo valor y los accionistas no estarán satisfechos, lo importante es que además de generar valor éste se vaya incrementando respecto al año anterior y así sucesivamente para que los accionistas se mantengan en el sector.

Para proponer las estrategias de generación de mayor EVA®, es importante reconocer:

- 1) Las oportunidades de crecimiento, integrado, intensivo y diversificado que respaldan el poder competitivo de las organizaciones que contribuyen a estructurar el portafolio de inversión y nutren la formulación de planes de negocio.
- 2) Establecer la diferencia entre las estrategias implementadas en cuanto al liderazgo en costos, la excelencia operativa y el servicio al cliente.
- 3) Definir los criterios que les permiten clasificar los mercados, de modo que la segmentación contribuya a satisfacer las expectativas de los clientes significativos, estables, estratégicos y rentables.
- 4) Poseer el pensamiento estratégico requerido para formular y desarrollar estrategias que auspicien la productividad y la creación incesante de valor en el empleo y en las transacciones de los factores productivos (ORTIZ GÓMEZ, 2005)

Luego de las consideraciones mencionadas se puede iniciar la presentación de los ejercicios que desarrollan algunas estrategias que se proponen en este proyecto.

Considerando que:

$$EVA = (RENTABILIDAD DE LA INVERSIÓN - COSTO DE CAPITAL PROMEDIO PONDERADO) * INVERSIÓN$$

$$EVA = (ROI - WACC) * INVERSIÓN$$

Los ejercicios que se incluyen se analizarán tomando en cuenta lo que Alberto Ortiz analiza en el libro sobre Gerencia Financiera y Diagnóstico Estratégico.

“La inversión compromete el futuro de las organizaciones y puede estimular la competitividad empresarial, alienta el posicionamiento comercial, satisface los intereses de los inversionistas y apoya o limita la liquidez, lo importante es orientar de mejor manera la liquidez proveniente de la inversión” (ORTIZ GÓMEZ, 2005)

2.5. Estrategias de generación de valor económico agregado

2.5.1. Estrategias en la operación

a) Mejorando la UDIAI

En el ejercicio que a continuación se observa se trata de aplicar una de las estrategias para lograr una mayor eficiencia operativa, a partir del equilibrio existente entre el Retorno de la Inversión (ROI) y el Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC), la estrategia que se utiliza es incrementar ventas y bajar costos, optimizando los recursos de la empresa, de esta forma la Utilidad Después de Intereses y Antes de Impuestos (UDIAI) se podrá mejorar, mientras mayores sean los ingresos por ventas que la empresa reciba, que también puede depender de las estrategias de comercialización que implementen y como consecuencia se genere un mayor EVA®.

En la tabla que a continuación se presenta se puede observar que a partir de la primera columna donde se encuentra el punto de equilibrio se aplican estrategias de incremento del UDIAI, en la segunda columna, como consecuencia de un aumento en las ventas, sin incrementar costos por un mejor manejo de la operatividad de la empresa, se obtiene un mayor rendimiento de la inversión (ROI) de 26,16% sube a 30% esto produce un incremento del EVA®, en la siguiente columna se observa el

incremento del EVA®, en la cuarta columna por un incremento adicional del UDIAI se genera una rentabilidad de la inversión mayor (ROI) de 30% pasa a 35%, se incrementa el EVA®, en la cuarta columna se encuentra en incremento del EVA®, en la cuarta columna se incrementa aún más el UDIAI, consecuentemente el ROI y el EVA® se incrementan cada vez que el UDIAI se incrementa.

Esta estrategia es muy útil para mejorar proyectos en ejecución que dependen de la generación de los ingresos por ventas que luego producen excedentes que les permiten permanecer en el mercado y mejorar su participación, volviéndose ,más competitivos.

Tabla N° 2

Ejercicio para incrementar el EVA mejorando el UDIAI

	EQUILIBRIO	BALANCE DATOS INICIAL	INCREM. UODI	INCREM. UDIAI	INCREM. UODI
UDIAI	221,6	300,0	78,4	335,0	35
INVERSION	1.000,0	1.000,0		1.000,0	
ROI	22,16%	30,00%		33,50%	
CCPP (WACC)	22,16%	22,16%		22,16%	
EVA	0,00	78,40		113,40	
INCREMENTO EVA		78,40		35,00	

b) Invirtiendo en proyectos que rindan mayor rentabilidad que el WACC

Otro ejercicio que también puede permitir un incremento del EVA®, se daría como resultado de invertir en proyectos que generen una mayor rentabilidad que el costo promedio ponderado de la inversión (WACC).

Los riesgos que implican el incremento de inversiones o el inicio de una empresa como parte de un proyecto dependen de las capacidades de generar excedentes, sin embargo pueden ser el inicio del aumento de rendimientos que superen el WACC o costo promedio ponderado del capital que permita incrementar el EVA®, sin embargo para generar un mayor costo del capital promedio ponderado se debe tener claro el proyecto que requerirá de inversión pero que a su además de confianza a los

dueños del capital, las previsiones posiblemente den cierta confiabilidad, también para los responsables de dirigir estos proyectos pueden generar ciertas inquietudes, lo importante en este caso es tener claro las ventajas comparativas debido que así puede tomar la decisión de invertir en un proyecto que sea más atractivo ya sea porque: es innovativo, se adapta a nueva tecnología, se logra una nueva forma de comercialización como un franquiciamiento, la calidad y personalización de servicios también pueden ser algunos de los atractivos para decidir en que invertir.

En el siguiente cuadro se muestra la variación del EVA para diferentes rendimientos de la Inversión.

Tabla N° 3

Ejercicio para mejorar el EVA invirtiendo en proyectos que brinden mayor rentabilidad que el WACC (Inversión Inicial \$1000)

	EQUILIBRIO	INCREMENTO UDIAI	REN. INV. > WACC	REN. INV. < WACC	REN. INV. = WACC
UDIAI	221,6	335,0	390,0	369	379,3
INVERSION	1.000,0	1.000,0	1.200,0	1200	1.200,0
ROI	22,16%	33,50%	32,50%	30,75%	31,61%
CCPP (WACC)	22,16%	22,16%	22,16%	22,16%	22,16%
EVA	-	113,40	124,08	103,08	113,40
INCREMENTO DEL EVA		113,40	10,68	-10,32	00,00
RENTABILIDAD ACTIVO	22,16%	33,50%	32,50%	30,75%	31,61%

En la tabla que antecede se observa que el incremento de la inversión genera un crecimiento del UDIAI, sin embargo en ocasiones esta disminuye el UDIAI a pesar de mantener su incremento, por lo tanto la contracción en la rentabilidad de la inversión puede ser una señal de que las decisiones tomadas en la empresa fueron incorrectas, estas se generan por: una mala programación de las cuentas por cobrar, de los planes de producción (promedio de días de recuperación de cartera y periodicidad de los días de producción), de la existencia de cuentas incobrables o

tardíamente recuperadas, por las razones anotadas se ocasiona disminución en la producción, mayores costos de los previstos y menores cantidades de ingresos.

Otra de las razones para que la rentabilidad del activo disminuya es el grado de utilización de la capacidad instalada que mide la eficiencia y el empleo de los recursos que cuenta la empresa para fortalecer la capacidad competitiva y la situación financiera, cualquier escenario que no permita utilizar estas capacidades traerá consigo un desperdicio de mano de obra, maquinaria, fuerza de ventas, etc.

A pesar de la situación es importante observar que la contracción del activo no es mala si se genera EVA®, sin embargo en este caso el incremento del EVA® se vuelve negativo lo que significa que las inversiones no están bien direccionadas, por eso es muy importante definir qué estrategia manejar para que no disminuya o se pierda el valor económico y que los inversionistas decidan abandonar ese negocio y buscar mejores rendimientos económicos en otras opciones.

En el ejercicio que a continuación se presenta se puede observar la parte económica de los sucesos mencionados.

c) Liberando Fondos Ociosos

En ocasiones en las empresas existen activos que no son usados para la producción, o que ya se deben abandonar por desuso, o que no tienen relación con la actividad productiva de la empresa y que lo más conveniente es deshacerse y obtener algún ingreso a cambio para utilizar posteriormente en otra actividad productiva.

A continuación se presenta un ejercicio en el cual se disminuye el capital ocioso para lograr generar un mayor valor económico agregado al disminuir el costo el ciclo de conversión del efectivo que provoca una disminución neta del activo de \$100.

Tabla N° 4

Ejercicio para mejorar el EVA® liberando fondos ociosos

	ESTADO EQUILIBRIO	INCREMENTEN. UDIAI	INCREMENTEN. INVERSIÓN	LIBERNADO FONDOS OCIOSOS	INVERSIÓN INEFICIENTE
UDIAI	221,6	335,0	390,0	390,0	390,0
INVERSION	1.000,0	1.000,0	1.200,0	1.100,0	1.300,0
ROI	22,16%	33,50%	32,50%	35,45%	30,00%
CCPP (WACC)	22,16%	22,16%	22,16%	22,16%	22,16%
EVA	0,00	113,40	124,08	146,24	101,92
INCREMENTO EVA		113,40	10,68	22,16	-22,16

Como se puede apreciar, cuando se liberan fondos ociosos, el aumento en el EVA® es igual al monto de la disminución multiplicado por el CCPP (WACC). Así mismo, de manera análoga cualquier aumento de fondos como consecuencia de ineficiencia produce una disminución del EVA®.

d) Desinvirtiendo en Actividades que generan rendimiento menor al WACC

Se puede también considerar la desinversión en actividades que generen rendimientos menores al costo promedio ponderado (WACC), estas desinversiones puede ser en parte de los activos no corrientes o en inversiones en los mercados de valores. También la causa de tener un rendimiento menor al valor del WACC puede ser debido a un alto costo de la deuda o exigencias inmediatas de obligaciones con las instituciones financieras. En el ejercicio que a continuación se presenta si los activos no generan utilidades es mejor desinvertir para que esos recursos sean utilizados en actividades que generen un rendimiento que permitan el incremento del EVA®. En el ejercicio una desinversión de \$150, ocasiona una disminución de 24 del UDIAI, además el costo promedio ponderado del capital (WACC) se mantiene pero el EVA® se incrementa en 9,24%, respecto de la inversión de 1.100, lo que significa que ésta se incrementa debido a que se logra una mayor rentabilidad de la inversión (ROI), en resumen se puede decir que existe un mayor control de los bienes que posee la empresa y un mejor uso de los recursos disponibles así el capital que

resulta de la desinversión se puede utilizar en actividades que produzcan mayores rendimientos.

Tabla N° 5

Ejercicio para mejorar el EVA desinvirtiendo en actividades que generan menor rendimiento que el WACC

	ESTADO EQUILIBRIO	INCREMENT. UDIAI	INCREMENT. INVERSIÓN	LIBERNADO FONDOS OCIOSOS	DESINV. EN ACTIVIDADES CON REN < WACC
UDIAI	221,6	335,0	390,0	390,0	366,0
INVERSION	1.000,0	1.000,0	1.200,0	1.100,0	950,0
ROI	22,16%	33,50%	32,50%	35,45%	38,53%
CCPP (WACC)	22,16%	22,16%	22,16%	22,16%	22,16%
EVA	0,00	113,40	124,08	146,24	155,48
INCREMENTO EVA		113,40	10,68	22,16	9,24

2.5.2. Estrategias sobre financiamiento

Después de haber explicado los ejercicios con diversas estrategias, como: mejoramiento de Utilidad Después de Intereses y Antes de Impuestos, inversión en proyectos que generen rentabilidad mayor que el WACC, de contracción en el activo con generación del EVA®, liberando fondos ociosos, desinvirtiendo en actividades que generan menor rendimiento del WACC, se desarrollaran ejercicios sobre Estrategias de Financiamiento.

a) Incrementado el Apalancamiento Financiero

En este caso se busca inversiones que permitan generar una mayor rentabilidad que el WACC, con apalancamiento en el que la estructura del pasivo sea distinta al que se mantuvo en los ejercicios anteriores. Se inicia con el 80% de deuda y el 20% de capital, la inversión es de \$200.

Antes del apalancamiento la estructura de la inversión podría ser de mayor aporte accionario y muy poco de financiamiento debido a que el aporte de los accionistas no

tiene costo financiero, pero quizá eso no es lo mejor opción, porque mientras más aporte proviene del sector financiero existe la posibilidad de que los intereses correspondientes a la deuda se descuenten de las utilidades y logren una mayor utilidad neta.

Se debe tener en cuenta que al existir un pasivo cuya estructura está conformada con 46,67% con dinero del sistema financiero y 53,33% con aportes de accionistas, el costo promedio ponderado del capital (WACC) es razonable, también se consigue una moderada rentabilidad sobre las operaciones (ROI), y un incremento del EVA®, éstos resultados son similares a los de los anteriores ejercicios.

El costo de los pasivos antes del impuesto es de 20%, porcentaje alto en relación a las tasas de interés que se cobran en el mercado internacional y la tasa que esperan los accionistas es de 28% un también alta pero si la mayor participación de la inversión para la actividad productiva proviene del capital accionario ese será su costo.

El costo promedio ponderado del capital (WACC) 21,19% es un poco menor al que se mantuvo cuando la estructura de la inversión era distinta 22,16%, se pensaría que no es importante esta disminución del valor del WACC, pero si los montos a los que se refieren son altos esta reducción es importante para la generación del EVA®.

Lo importante para el inversionista es en principio reconocer el prestigio corporativo y el posicionamiento de la marca, que por un lado justificaría el valor intrínseco de los títulos de propiedad y el probable valor que se podría obtener por aportar recursos. Podría ser que el inversionista se decida por una marca reconocida que no se refleja en la información financiera sino en el capital intelectual oculto: “Dime a cuál grupo o *holding* pertenece cada empresa y te diré donde invertir” (ORTIZ GÓMEZ, 2005)

En este punto es importante mencionar la siguiente pauta de los inversionistas que dominan aspectos conceptuales y matemáticos cubiertos por la ingeniería financiera y confían en el precepto según el cual: *“las empresas valen por su*

capacidad de generar riqueza y excedentes en beneficio de quienes aportan capitales propios” (ORTIZ GÓMEZ, 2005).

Tabla N° 6

Incremento del apalancamiento financiero y cambio de la estructura del capital

ESTRUCTURA DE CAPITAL		COSTO ANTES IMPUESTOS	IMPUESTO	COSTO DESPUES IMPUESTOS	COSTO PONDERADO
PASIVOS	46,67%	20,0%	33%	13,40%	6,25%
PATRIMONIO	53,33%	28,0%		28,0%	14,93%
CCPP (WACC)					21,19%

Tabla N° 7

Ejercicio para mejorar el EVA incrementando el apalancamiento financiero

	ESTADO EQUILIBRIO	MEJORANDO EL UDIAI	INCREMENT. EL APALANCAMIENTO
UODI	221,6	335,0	390,0
INVERSION	1.000,0	1.000,0	1.200,0
ROI	22,16%	33,50%	32,50%
CCPP (WACC)	22,16%	22,16%	21,19%
EVA	0,00	113,40	135,76
INCREMENTO EVA		113,40	22,36
RENTAB ACTIVO	22,16%	33,50%	32,50%

b) Gestionando una reducción del Costo de Financiamiento de la Deuda

Para este ejercicio se puede considerar que si la rentabilidad genera un costo, puede afirmarse que los fondos administrativos provocaron un rendimiento mayor al costo de capital de los recursos invertidos, si esto no sucede se puede creer que la operación no produjo excedentes suficientes para absorber los costos de las diversas fuentes de financiación y que el costo promedio de los recursos invertidos superó la tasa de rentabilidad alcanzada. (ORTIZ GÓMEZ, 2005)

El costo antes de impuestos del capital es de 18% cuando se ha logrado disminuir costo del financiamiento anterior de 20%, lo logra al encontrar una nueva fuente de financiamiento más barato, esto influye en el costo promedio ponderado de capital WACC, en el anterior ejercicio este fue de 21,19% ahora es de 20,56%, y permite que el EVA® sea superior de 22,36 pasa a 143,26. Por lo tanto antes de decidir incrementar la inversión se debe buscar una fuente de financiamiento cuyo costo sea menor, porque de eso depende que el crecimiento del valor económico actual EVA®.

Tabla N° 8

Reducción del costo de financiamiento

ESTRUCTURA DE CAPITAL		COSTO ANTES IMPUESTOS	IMPUESTO	COSTO DESPUES IMPUESTOS	COSTO PONDERADO
PASIVOS	46,7%	18,0%	33%	12,06%	5,63%
PATRIMONIO	53,3%	28,0%		28,0%	14,93%
CCPP (WACC)					20,56%

Tabla N° 9

Ejercicio para mejorar el EVA reduciendo el costo de financiamiento

	ESTADO EQUILIBRIO	MEJORANDO EL UDIAI	INCREMENT. EL APALANCAMIENTO
UODI	221,6	335,0	390,0
INVERSION	1.000,0	1.000,0	1.200,0
ROI	22,16%	33,50%	32,50%
CCPP (WACC)	22,16%	22,16%	20,56%
EVA	0,00	113,40	143,26
INCREMENTO EVA		113,40	29,86
RENTAB ACTIVO	22,16%	33,50%	32,50%

2.6. Rentabilidad económica, su aplicación y uso en las empresas

En el ámbito económico lo importante es aumentar el valor de la empresa y por lo tanto la riqueza de los propietarios, al obtener la máxima utilidad con la mínima inversión de accionistas y lograr el mínimo costo de capital.

Según Milla Gutiérrez, la rentabilidad económica depende de los flujos de caja que se generarán en el futuro, es decir de sus expectativas, durante un período de tiempo determinado por la empresa, para lo cual es necesario que el rendimiento obtenido por los accionistas supere al rendimiento exigido al capital, debido a que existen otras alternativas de inversión de riesgos similares que podrían permitir mejores rendimientos.

Como la rentabilidad económica es en fin de cuentas la rentabilidad exigida por los accionistas o el costo de capital de la empresa, este valor es la rentabilidad del accionista que supera el costo de capital de los fondos propios.

Por lo tanto, se debe aclarar que esto no significa la mejora de la situación de la empresa, sino el rendimiento obtenido de las inversiones de la empresa y que éstas sean capaces de superar las expectativas, esto es independiente de que en la empresa exista un mejoramiento y se visualice en los resultados contables de un determinado período.

Se puede también decir que la rentabilidad económica además de lo ya mencionado permite medir la tasa de devolución producida por el beneficio económico antes de deducir los intereses e impuestos frente al capital total, en esta se incluye todo el dinero recibido tanto del sector financiero o préstamos, como de los aportes hechos por los accionistas, como todos estos recursos son usados en la composición del activo total, porque todo lo que se invierte es para poder establecer una empresa, se debe también aclarar que la rentabilidad económica es independiente de la estructura financiera de la empresa.

Denominada rentabilidad económica o rendimiento de la inversión, es la riqueza generada por la inversión realizada a través de los activos, es independiente del costo de financiación y del sistema impositivo, posteriormente se asumirán los gastos financieros e impuestos.

El Rendimiento (ROI) es la valoración o medida de la riqueza generada por la inversión realizada (activo).

La riqueza generada por el activo es independiente del coste de la financiación y del sistema impositivo.

El activo rinde (produce) determinada riqueza, pero deberá asumir unos “costes externos” como son gastos financieros e impuestos. “Externos” en el sentido de que no son intrínsecos al propio activo. La riqueza generada es independiente de dichos costes.

El Rendimiento (ROI) no considera entonces ni los gastos financieros ni los impuestos que debe soportar el negocio. Obviamente ambos deben ser absorbidos por el resultado para ofrecer una rentabilidad satisfactoria al accionista. Pero este sería un análisis desde el punto de vista de la financiación (o del inversor), no de la inversión como tal

Resumiendo es la relación existente entre los recursos necesarios para establecer una empresa y los beneficios derivados de estos recursos. No se debe olvidar que toda inversión tiene un riesgo por tanto las personas que gerencian estos recursos son las responsables del uso que se los dará dentro de ella y de los resultados que se obtendrán, no importa si los recursos son propios o ajenos.

Su fórmula es:

$$ROI = BENEFICIO ECONÓMICO / ACTIVO TOTAL$$

2.7. Rentabilidad financiera, su aplicación y uso en las empresas

En el ámbito financiero: debe trabajar con el mínimo de riesgo a través de lograr una proporción equilibrada entre el endeudamiento y la inversión de los propietarios, y la proporción equilibrada entre las obligaciones financieras de corto plazo y las de largo plazo; adicionalmente se debe disponer de niveles óptimos de liquidez, a través de lograr: financiamiento adecuado de los activos corrientes y el equilibrio entre el recaudo y los pagos.

A lo anterior se puede añadir que todo depende de la decisión que se tome sobre el uso de la inversión, la financiación y la política de distribución de dividendos y las exigencias en cuanto a la rentabilidad que esperan los accionistas, más el nivel de riesgo que existe sobre la inversión (Milla Gutiérrez, 2010)

Las empresas en muchas ocasiones con el fin de incrementar el beneficio neto, diversifican la producción, mejoran la eficiencia productiva, adquieren otras compañías entre otras formas de generar valor pero esto no garantiza que realmente lo logren, pueden innovar y mejorar la empresa y productos, desarrollar tecnología, potenciar la marca, el servicio al cliente entre otras cosas pero esto es posible que los lleve a obtener mejoras futuras pero no a crear valor para el accionista, por lo tanto pueden estar logrando rentabilidad financiera pero no más allá de esto, lo que si puede suceder es que la empresa se vuelva más competitiva y mejore las expectativas futuras. Si entre otro de los elementos necesarios para mejorar el ámbito financiero la empresa los activos improductivos son vendidos esto ayudará a la mejora de la utilidad contable para que la empresa no pierda valor. Todo lo anterior lo explica Milla Gutiérrez, con otros elementos que salen fuera de este contexto.

Al hablar de competitividad según el diccionario de economía en el ámbito empresarial (Economía, 2010) es la capacidad que tiene una empresa o país de obtener rentabilidad en el mercado en relación con sus competidores. La competitividad depende de la relación entre el valor y la cantidad de producto ofrecido y los insumos necesarios para obtenerlo, y la productividad de los otros oferentes del mercado.

Luego de tomar en cuenta el concepto de competitividad y saber que las empresas pueden mejorar la tecnología, innovar productos, mejorar el servicio al cliente, vender activos improductivos entre otras cosas, se puede relacionar todo esto con la rentabilidad financiera y los resultados contables más que con la creación de valor para el accionista, por eso deben estar claros de cuáles pueden ser las estrategias para incrementar el EVA® y cómo lograr proponer las mismas.

CAPITULO III

3. DISEÑO DE ESTRATEGIAS

3.1. Diseño de estrategias de evaluación e impacto

La ampliación de los mercados y la apertura de fronteras ejercen una gran presión en el desarrollo y crecimiento de las empresas, razón por la cual se deben establecer estrategias innovativas para mejorar o por lo menos mantener las utilidades obtenidas en el pasado, la preocupación de los directivos de las empresas debido a su responsabilidad es encontrar estrategias satisfactorias para lograrlas, en las que se incluyen no solamente la responsabilidad de los directivos, sino también la de los trabajadores que son los ejecutores de la actividad productiva generadora de beneficios, financieros y económicos. Sin embargo esto no es suficiente es necesario establecer condiciones específicas que llevarán a conseguir un modelo de ejecución de estrategias, en el cual se debe tomar en cuenta los procesos: declarativo, analítico, de ejecución, de control y compromisos y de compensación. (Rojas, 2002)

En el modelo que se plantee no solo se deben considerar los productos, los mercados, el menor costo, la diferenciación del producto, entre otros elementos, lo más importante es el modelo de negocios que se establece y que está relacionado con la forma de organizar la empresa para satisfacer la demanda adecuadamente; en la ejecución lo más importante es articular la estrategia de negocios con el rol que tienen las personas, tanto trabajadores como ejecutivos, sus habilidades y la forma de dirigir el negocio de sus directivos, es el compromiso de todos con un sistema de compensación adecuado para todos los involucrados en la compañía que les permita mantener sus proyectos de vida (Rojas, 2002).

Cómo en este proyecto se trata de proponer estrategias para mejorar el Valor Económico Agregado (EVA®) de las empresas con capital nacional, es importante recordar que éste valor es el resultado obtenido una vez que se han cubierto todos los gastos y satisfecho una rentabilidad mínima esperada por parte de los accionistas, y que se pueden aplicar varias estrategias financieras como: aumento de utilidad bruta,

aumento de ingresos por ventas, disminución de costos de producción y/o servicio, disminución de gastos operacionales y reducción de capital invertido, sin embargo lo más importante será verificar el comportamiento del EVA®, sus márgenes de generación y como la Utilidad Después de Impuestos y Antes de Intereses (UDIAI), se afectará.

A lo anterior se debe añadir el concepto de rentabilidad económica que es aquella relación que existe entre los beneficios que proporciona una determinada operación de los activos de la empresa o de capitales invertidos, este rendimiento es de la financiación propia o ajena, independientemente de la composición del pasivo.

Para la propuesta de estrategias se utilizarán cinco (5) estrategias de las ya mencionadas en el capítulo II, y son las que a continuación se señalan:

1. Mejora por eficiencia operativa, ésta permitirá mejorar el UDIAI, a partir del equilibrio entre el ROI y el WACC, como lo hace a través del incremento de ventas y la disminución de costos y como consecuencia mejorara el EVA®.
2. Inversión en proyectos que generen mayor rentabilidad que el WACC, esta estrategia también permite que el EVA® se incremente.
3. Liberando fondos ociosos para lograr una estrategia más competitiva, que combine los costos de capital que amputan a las fuentes de donde se obtiene los recursos.
4. Desinvertiendo en actividades que generen un rendimiento menor que el WACC.
5. Incrementando el apalancamiento financiero
6. Gestionando una reducción del costo del apalancamiento financiero.

Tomando en cuenta los conceptos y criterios mencionados en los párrafos anteriores se presentarán y aplicarán las propuestas de estrategias, utilizando la técnica de Benchmarking a través de la cual se analizará el comportamiento de

HOLCIM Ecuador S.A., cuyo capital es de origen extranjero para luego hacer la comparación con las empresas con capital de origen nacional, a continuación se presentarán dos de las estrategias planteadas en la empresa cementera HOLCIM Ecuador S.A.

3.1.1. Aplicación de estrategias a la empresa cementera HOLCIM Ecuador S.A.

Se ha tomado a esta empresa como el ejemplo a seguir debido a que esta empresa se encuentra en el país y es la primera a nivel mundial y si la idea es proponer estrategias para mejorar el valor económico actual EVA® se debe hacer la comparación con la mejor empresa debido a su competitividad y condiciones económicas que le permite ser la mejor.

3.1.1.1. Mejoramiento de la eficiencia operativa, e incremento del UDIAI y EVA®

En esta estrategia se trata de incrementar el EVA® mejorando el UDIAI, como sucede en la Tabla N°2 en el capítulo 2, así se demostrará como la empresa HOLCIM Ecuador S.A., en el año 2012 logra mejorar sus niveles de ventas tanto en volumen como en montos en un 15,36%, debido al mejoramiento de la eficiencia operativa, esto sucede a pesar de que los costos de ventas se incrementan en 11.56%, como consecuencia del alza de precios de las materias primas, del transporte y de los combustibles, esto a su vez permite el incremento del UDIAI y del EVA®.

Tabla N° 10

Mejora la eficiencia operativa, el UDIAI y el EVA® por incremento en ventas
HOLCIM Ecuador S.A. (en miles de dólares)

	SITUACIÓN INICIAL	INCREMENTO VENTAS 15,36%	INCREM. UODI	INCREMENTO VENTAS 10,02%	INCREM. UODI
		1A		1B	
UDIAI	126.593	144.864	18.271	131.745	-13.119
INVERSION	412.938	412.938		412.938	
ROI	30,66%	35,08%		31,90%	
CCPP (WACC)	5,72%	5,72%		5,72%	
EVA	102.953	121.224		108.105	
INCREMENTO EVA		18.271		5.152	

En la situación inicial el rendimiento de la inversión (ROI) es de 30,66% y un EVA® de \$102.953, en la situación 1A el UDIAI se incrementa en \$18.271, el rendimiento de la inversión pasa de 30,66% a 35,08% y el EVA® se incrementa en \$18.271, en la situación 1B las ventas se incrementan en 10,02% el UDIAI disminuye en (\$13.119), el EVA® se incrementa en \$5.152.

Como conclusión, cuando se utilizan estrategias de operación, cualquier mejora por eficiencia operativa produce un incremento en el EVA® igual al incremento del UDIAI o viceversa, se debe aclarar que no es necesario financiamiento adicional, sin embargo esto permite mejorar los beneficios para los accionistas. A partir de esto las empresas cementeras nacionales deberán mejorar la competitividad ya que el mercado al que ofertan sus productos deben compartir con las empresas multinacionales que cada vez deben ser más eficientes.

3.1.1.2. Liberando fondos ociosos para lograr una estrategia más competitiva

La liberación de fondos ociosos permite utilizar esos recursos para hacer nuevas inversiones y dependiendo de la efectividad de éstas se incrementará el EVA®, en

un monto igual a la disminución multiplicada por el costo promedio ponderado del capital (WACC).

La empresa HOLCIM Ecuador S.A., liberó fondos ociosos a través de la venta de: maquinaria y equipo de las plantas de producción de agregados de cemento Picoazá y Chorrillo por \$4.3 millones, terrenos por \$4.5 millones y acciones de Generadora Rocafuerte S.A. (GENEROCA) por \$3.3 millones, dando un total de \$12.1 millones de fondos liberados.

Tabla N° 11

Incremento del EVA® mediante la liberación de Fondos Ociosos
HOLCIM Ecuador S.A. (en miles de dólares)

	SITUACIÓN INICIAL	INCREMENTO VENTAS DE 15,36%	DISMINUYE LA INV. AL LIBERAR FONDOS OCIOSOS
		1A	2
UDIAI	126.593	144.864	144.864
INVERSION	412.938	412.938	400.838
ROI	30,66%	35,08%	36,14%
CCPP (WACC)	5,72%	5,72%	5,72%
EVA	102.953	121.224	121.917
INCREMENTO EVA		18.271	10.964

La empresa HOLCIM Ecuador S.A., debe desinvertir en algunos activos fijos que ya no le son productivos, esta estrategia le permite que posteriormente disponga de esos recursos para otra actividad que le genere mayor rentabilidad, en la situación inicial con un UDIAI de \$126.593, la rentabilidad de la inversión ROI es de 30,66%, y el WACC de 5,72% generan \$102.953 de EVA®, en la situación 1A cuando las ventas se incrementan en 15,36% el UDIAI en \$18.271, el ROI pasa de 30,66% a 35,08% y el EVA® se incrementa también en \$18.271, en la situación 2 cuando se desinvierten fondos ociosos se mantiene el UDIAI, la rentabilidad de la inversión aumenta pasa a 36,14%, el EVA® se incrementa en \$10.964, respecto a la situación inicial.

De esta estrategia se puede sacar como conclusión que una desinversión en activos improductivos produce una rentabilidad de la inversión mayor siempre que el UDIAI se mantenga, el EVA® va a ser positivo, lo importante es que los recursos que se desinvierten pueden invertirse en actividades más productivas.

3.1.1.3. Invirtiendo en proyectos que generen mayor rentabilidad que el WACC

De manera análoga cualquier aumento de fondos como consecuencia de ineficiencia produce una disminución del EVA®, pero al liberar fondos posteriormente se pueden hacer inversiones más rentables con el uso de recursos adicionales para invertir en un nuevo molino como parte de su ampliación en el país. En este caso HOLCIM Ecuador S.A., incrementa la inversión en \$200.000.000, para producir clinker con un nuevo molino y así evitar las importaciones de materia prima.

Tabla N° 12

Inversión en proyectos que generan mayor rentabilidad que el WACC.

HOLCIM Ecuador S.A.

INVERSION ADICIONAL	200.000	
A INCREMENTO UODI	20.000	10,00%
B INCREMENTO UODI	30.000	15,00%

Tabla N° 13

Inversión en proyectos que generan mayor rentabilidad que el WACC.

HOLCIM Ecuador S.A.

	SITUACIÓN INICIAL	INC. INV. Y UDIAI	DISMINUYE INV. AL LIBERAR FONDOS OCIOSOS	INC. INV. Y UDIAI 10%	INC. INV. Y UDIAI 15%
		1	2	3A	3B
UDIAI	126.593	144.864	144.864	164.864	174.864
INVERSION	412.938	412.938	400.838	612.938	612.938
ROI	30,66%	36,08%	36,14%	26,90%	28,53%
CCPP (WACC)	5,72%	5,72%	5,72%	5,72%	5,72%
EVA	102.373	121.244	121.917	129.774	139.774
INCREMENTO EVA		18.271	672	7.858	10.000
RENTAB. ACTIVO	30,66%	36,08%	31,14%	26,90%	28,53%

Aquí se puede observar que después con un incremento en las inversiones de \$200 millones, la UDIAI se incrementa en 10%, de \$144.864 pasa a 164.864 y la rentabilidad de la inversión es superior al WACC, el ROI es 26,90%, esta misma inversión genera un mayor EVA® de \$121.917 pasa a \$129.774, dando un incremento de \$7.858 millones, posteriormente con un incremento del UDIAI de 15%, y manteniendo la inversión de \$200 millones el ROI pasa a 28,53%, el EVA® se incrementa en \$10.000.

En esta aplicación al incrementar la inversión como consecuencia de una ineficiencia en el uso del capital (Tabla N°11) se produce un incremento del UDIAI, de la rentabilidad del capital y del EVA®.

Otras de las estrategias que se podrían plantear no se encuentran evidencias de que HOLCIM Ecuador S.A., haya implementado, por lo tanto se concluye la presentación de las demás estrategias que se exponen en el Capítulo II.

A continuación se pasa a ver el desempeño y aplicación de las empresas cementeras nacionales.

3.1.2. Aplicación de estrategias a las empresas cementeras Cemento Chimborazo C.A., e Industrias Guapán S.A. (Consolidadas)

Para la aplicación de estrategias de las empresas nacionales Cemento Chimborazo C.A. e Industrias Guapán S.A., se consolidaron sus balances de: Situación y de Resultados, debido a que este proyecto trata de proponer estrategias para las dos empresas nacionales que tienen comportamientos bastante parecidos en la aplicación de las actividades productivas, además de aportes estatales, y su comportamiento es bastante similar al aplicar índices financieros y hacer sus análisis.

3.1.2.1. Mejoramiento de la eficiencia operativa, e incremento del UDIAI y EVA®.

La estrategia de incremento de ventas, aún con alza de costos es bastante interesante debido a que no se necesitan recursos adicionales de inversión. En las proyecciones de las empresas Cemento Chimborazo C.A., e Industrias Guapán S.A., se prevé incrementar la producción para el 2013 en 10% y para el 2014 15%, por uso de mejores prácticas operativas ya que es necesario producir más para satisfacer la creciente demanda interna, además deben ser más competitivas frente a las empresas multinacionales que operan en Ecuador y que cada vez se van expandiendo en el mercado nacional no solo con la oferta de cemento sino de derivados como el concreto, adicionalmente los costos varían debido a un incremento de: el costo de la materia prima importada para producir clinker y la mano de obra.

También el cálculo del WACC que se utilizará corresponde al costo financiero de los pasivos o deuda, más el costo del patrimonio, dando como resultado 9,40%.

Por lo tanto esta estrategia mejora el UDIAI y el EVA®, sin requerir inversión adicional, lo que si debe hacerse es incrementar las ventas, con un mejoramiento en la operatividad de las empresas consolidadas.

Tabla N° 14

Mejorando la UDIAI si requerir inversión adicional, incrementan ventas en 10% y 15%, con ajuste de costos variables. Consolidado Cementeras Nacionales

	SITUACIÓN INICIAL	INCREMENTO VENTAS 10%	INCREM. UODI	INCREMENTO VENTAS 15%	INCREM. UODI
		1A		1B	
UDIAI	17.664	19.164	1.500	21.946	4.282
INVERSION	174.557	174.557		174.557	
ROI	10,12%	10,98%		12,57%	
CCPP (WACC)	9,40%	9,40%		9,40%	
EVA	1.256	2.755		5.538	
INCREMENTO EVA		1.500		4.282	

En la tabla se observa que una mayor eficiencia operativa, permite un incremento de las ventas, esto conlleva al incremento del UDIAI, el EVA® y la rentabilidad de la inversión (ROI), en una primera propuesta las ventas se incrementan en 10%, el UDIAI asciende a 19.164 y el EVA® a 2.755, en la segunda propuesta las ventas suben en 15% el incremento en el UDIAI es de 1.500 y del EVA® de 5.538, el ROI o rentabilidad de la inversión pasa de 10,98% a 12,57%.

Como consecuencia de la eficiencia operativa se logra tener mejores resultados de las utilidades después de intereses y antes de impuestos (UDIAI) y del valor económico agregado (EVA®), en el acápite 3.1.1.1. se puede observar que respecto a los resultados de un mejoramiento en la operatividad de la empresa HOLCIM Ecuador S.A., con capital extranjero que opera en el país, el resultado es mucho mayor, pero en el caso de las empresas nacionales, cuyo cálculo se lo está haciendo con balances consolidados, y a pesar de los esfuerzos hechos por las dos empresas el incremento en ventas no es tan significativo respecto a la multinacional que opera en el país debido al tamaño de la inversión, ésta supera en el doble a las dos empresas nacionales juntas.

3.1.2.2. Estrategia para liberar fondos ociosos

Las empresas nacionales necesitan recursos para invertir en actividades más productivas como la compra de un molino para clinker, o un horno o para mejorar la

planta y equipo en general, de esa manera podrían bajar costos al tener nueva tecnología y estar mejor equipados, en el caso de comprar el molino se dejaría de importar materia prima en un alto porcentaje, para hacerlo podrían recuperar cuentas por cobrar y mejorar el manejo de inventarios.

Tabla N° 15

Liberación de fondos ociosos. Reducción del ciclo de conversión del efectivo, provocando una disminución neta de activos. Consolidado Empresas Nacionales Inversión (en miles de dólares)

	SITUACIÓN INICIAL	INC. DE VENTAS 10%	DISMINUYE LA INV. AL LIBERAR FONDOS OCIOSOS	DISMIN. INV.
		1A	2	
UDIAI	17.664	19.164	19.805	
INVERSION	174.557	174.557	162.557	-12.000
ROI	10,12%	10,98%	11,79%	
CCPP (WACC)	9,40%	9,40%	9,40%	
EVA	1.256	2.755	3.883	
INCREMENTO EVA		1.500	2.628	
	10,12%	10,98%	11,79%	

En este caso se desinvierte \$12.000, corresponde a las cuentas por cobrar pendientes y a un inventario excesivo. El UDIAI (\$19.805) se afecta debido a la disminución de las ventas sin embargo se incrementa la rentabilidad de la inversión (ROI) de 10,98% pasa a 11,79%, el EVA®, se incrementa en \$ 2.628.

Al liberar fondos ociosos las empresas pueden incrementar el efectivo, estos fondos en este caso pueden ser por cuentas por cobrar pendientes y un inventario excesivo por lo que se trata de disminuir la empresa necesita recursos para la compra de un molino de clinker para dejar de importar materia prima. Importante decisión tomada por los directivos de las empresas, porque a pesar de tener menos inversión se genera un mayor EVA®.

3.1.2.3. Mejoramiento del EVA® Invirtiendo en proyectos que generen mayor rentabilidad

En las empresas pueden existir proyectos que generen mayor rentabilidad, para poder desarrollarlos es necesaria una mayor cantidad de recursos, éstos podrían obtenerlos recurriendo al sistema financiero o a la captación de recursos propios, todo depende de la decisión de las directivos de las empresas y de los accionistas, sin embargo en la aplicación de esta estrategia y partiendo del análisis de la situación de las empresas consolidado, también se pueden hacer proyecciones de la utilidad neta para prever qué sucederá luego de 10 años.

Tabla N° 16

Invirtiendo en proyectos que generen mayor rentabilidad que el WACC. (Consolidado Empresas Nacionales Inversión (en miles de dólares)

INVERSION ADICIONAL	100.7101	
A INCREMENTO UODI	10.071	10,00%
B INCREMENTO UODI	15.107	15,00%

El incremento del UDIAI de 10% y 15% generarán un rendimiento mayor del UDIAI que permitirá una rentabilidad de la inversión superior al WACC, adicionalmente cuando se incrementa el UDIAI, el EVA® y la rentabilidad de la inversión (ROI) también lo hacen.

Adicionalmente a la opción 1A y 2 que se plantearon en la Tabla N°15, se invierte en un proyecto \$100.710.879,11, esperando que genere un rendimiento del activo del 10% y alternativamente del 15%.

Tabla N° 17

Incremento apalancamiento financiero

INVERSION	INCRREMENTO UODI 10%	INCRREMENTO UODI 15%
2	3A	3B
\$ 100.710.879,11	10.071.087,91	5.106.631,87

Tabla N° 18

Invirtiendo en proyectos que generen mayor rentabilidad que el WACC.
(Consolidado Empresas Nacionales Inversión (en miles de dólares))

	SITUACION INICIAL	INC. INV. Y UDIAI	DISMINUYE INVERSIÓN LIBERA FONDOS OCIOSOS	INC. INV. UDIAI 10%	INC. INV. UDIAI 15%
		1	2	3A	3B
UDIAI	17.664	19.164	19.164	29.235	34.270
INVERSION	174.557	174.557	162.557	263.268	263.268
ROI	10.12%	10,98%	11,79%	11,10%	13,02%
CCPP (WACC)	9,40%	9,40%	9,40%	9,40%	9,40%
EVA	1.256	2.755	3.833	4.487	9.523
INCREMENTO EVA		1.500	2.628	604	5.640
RENT. DEL ACTIVO	10,12%	10,98%	11,79%	11,10%	13,02

En la Tabla N°18, se puede observar que al incrementar la inversión, el UDIAI se incrementa y la inversión la rentabilidad de la inversión (ROI) disminuye de 11,79% al 11,10%, pero siempre será mayor que el WACC.

Una contracción en la rentabilidad del activo no es mala si hay un aumento del EVA®, en la situación 2, en la situación 3A el rendimiento del activo es 11,10% y el ROI es menor al rendimiento del 11,79%, pero sube el EVA® por cuanto el 10% del rendimiento del activo nuevo es mayor que el WACC.

El UDIAI pasa de 19.164 a 29.235 y posteriormente a 34.270, la inversión se incrementa en \$100 millones y el promedio ponderado de la inversión (WACC) pasa de 10,98% a 11,79%, posteriormente a 11,10% y 13,02%.

Luego de ver la información presentada lo importante es comprobar que nivel de inversión permite mejorar la rentabilidad de las inversiones sobre el WACC y al mismo tiempo saber que monto de inversión se debe realizar en la estrategia planteada como proyecto para ser rentable.

Tabla N° 19

TIR Y VAN Consolidado empresas nacionales (en miles de dólares)

PERIODO	RESULTADO INTERESES AL 10%	VAN	TIR
	20.975	139.322,82	28%
1	23.073		
2	25.380		
3	27.918		
4	30.709		
5	33.780		
6	37.158		
7	40.874		
8	44.962		
9	49.458		
10	54.404		

En la tabla que antecede se presenta un resumen de cálculo del TIR y el VAN, proyectado a 10 años, en base al Resultado Neto Integral (Utilidad Neta) de los balances consolidados de las dos empresas nacionales cementeras, los resultados son positivos el Valor Actual Neto es de \$139.322 y la Tasa Interna de Retorno de 28%, lo que significa que el proyecto es factible.

3.1.2.4. Estrategia de financiamiento, invirtiendo en proyectos que generan mayor rentabilidad que el CCP (WACC)

Es importante en cualquier empresa que toda inversión tenga un rendimiento que supere al costo promedio ponderado del capital o WACC, porque esto significa que podrá además de generar utilidades, satisfacer la demanda de los accionistas por incrementar sus rendimientos para crecer la empresa y mantenerse en el tiempo.

Se incrementa el apalancamiento financiero con el fin de tener más recursos para invertir en maquinaria y equipo que les permitirá ser más competitivos, para lograrlo

se debe tomar en cuenta que al momento la estructura del financiamiento es de 21% con deuda y el 79% con aportes de los accionistas, ahora la estructura cambiará, el financiamiento será de 80% y la participación de los accionistas de 20%, a partir de esto se puede optar por la estrategia de cambio en la estructura del capital, se espera mejorar el rendimiento de los recursos invertidos.

Tabla N° 20

Incremento apalancamiento financiero con nueva estructura de pasivos y patrimonio

INVERSION ADICIONAL	100.710.879,11		
2 A INCREMENTO UODI	10.071.087,91	10,0%	se espera ganar el 10%
2 B INCREMENTO UODI	15.106.631,87	15,0%	se espera ganar el 15%

Tabla N° 21

Incremento de la inversión en proyectos que generan mayor rentabilidad que el WACC. Consolidado empresas nacionales (en miles de dólares)

ESTRUCTURA DE CAPITAL		COSTO ANTES DE IMPUESTO	IMPUESTO	COSTO DESPUES IMPUESTOS	COSTO PONDERADO
PASIVOS	40,3%	7,92%	22%	6,18%	2,49%
PATRIMONIO	59,7%	11%		11,0%	6,57%
CCPP (WACC)					9,06%

Aquí se presenta la nueva estructura del capital que será considerada en la estrategia de apalancamiento, los pasivos se incrementan en 80% y serán financiados a través del sistema bancario, esto implica que los intereses podrán descontarse en el Estado de Resultados y la participación accionaria financiera en 20% adicional, podría ser con emisión de acciones.

Adicionalmente se buscó financiamiento a una tasa de interés más baja, por lo tanto el costo del capital antes del impuesto es de 7,92% y se establece el costo del patrimonio en 11% (porcentaje mínimo fijado como retorno de inversiones del

estado) y un impuesto de 22%, dando como resultado 9,06% el costo promedio ponderado del capital WACC.

Tabla N° 22

Incremento de la inversión en proyectos que generan mayor rentabilidad que el WACC. Consolidado empresas nacionales (en miles de dólares)

	SITUACIÓN INICIAL	INC.INV. Y UDIAI 10%	INV.80% FINANC.
		3.A	4.1
UODI	17.664	29.235	29.235
INVERSION	174.557	263.268	263.268
ROI	10,12%	11,10%	11,10%
CCPP (WACC)	9,40%	9,40%	9,06%
EVA	1.256	4.487	5.384
INC. EVA		3.232	896
RENT. ACTIVO	10,12%	11,10%	11,10%

En la tabla se puede observar que al cambiar la estructura de financiamiento la rentabilidad de la inversión sube de 10,12% de la situación inicial a 11,10% cuando se incrementa la inversión y se incrementa el UDIAI en 10%, en la siguiente columna al cambiar la estructura de la inversión (4.1) se observa que la estructura de la inversión cambia y se financia el 80%, el costo de capital promedio ponderado WACC disminuye de 9,40% a 9,06%, pero se mantiene el costo del capital invertido, el EVA® se incrementa pero en menor proporción que en la situación anterior \$896, antes \$3.232.

Aparentemente sería mejor mantener esta nueva estructura de inversión, sin embargo habría que esperar los rendimientos provenientes de la inversión realizada que permitiría un incremento importante en ventas, como resultado de invertir en maquinaria y equipo.

Consecuentemente iniciar una inversión con alto apalancamiento proveniente del sistema financiero si es una buena opción, pero para tener resultados satisfactorios en la producción del cemento se deberá esperar los rendimientos que permitirán un

mejor posicionamiento a través del incremento de las ventas. Es importante considerar que las inversiones en esta industria son altas pero los rendimientos no son inmediatos debido al tiempo que se demora en la adquisición de la maquinaria y equipo y posteriormente los trabajos que deben hacer para instalarlos, como en este caso tener una línea de molino es importante pero se debe esperar implementar, los beneficios vendrán luego de poner en marcha el equipo y producir más que antes de haber hecho esta inversión, así tendrán una mayor participación en el mercado.

3.1.2.5. Invirtiendo en proyectos que generen mayor rentabilidad que el WACC, gestionando una reducción del costo de financiamiento

A continuación se presenta la reducción del costo del financiamiento al captar deuda a través de la emisión de valores al 7,5%, es una mejor opción de captar recursos para proyectos pendientes.

Tabla N° 23

Incremento de la inversión en proyectos que generan mayor rentabilidad que el WACC, gestionando la reducción del costo de financiamiento.

Consolidado empresas nacionales (en miles de dólares)

ESTRUCTURA DE CAPITAL		COSTO ANTES DE IMPUESTO	IMPUESTO	COSTO DESPUES IMPUESTOS	COSTO PONDERADO
PASIVOS	40,3%	6,78%	22%	5,29%	2,13%
PATRIMONIO	51,7%	11%		11,0%	6,57%
CCPP (WACC)					8,70%

Tabla N° 24

Incremento de la inversión en proyectos que generan mayor rentabilidad que el WACC, la deuda captada se financia con emisión de valores al 7,5%.

Consolidado empresas nacionales (en miles de dólares)

	SITUACIÓN INICIAL	INC.INV. UDIAI 10%	INV. 80% FINANC.	INV 80% FINANC. NEGOCIO MENOR COSTO FINANCIERO
		3A	4.1	4.2
UODI	17.664	29.235	29.235	29.235
INVERSION	174.557	263.268	263.268	263.268
ROI	10,12%	11,10%	11,10%	11,10%
CCPP (WACC)	9,40%	9,40%	9,06%	8,70%
EVA	1.256	4.487	5.384	6.326
INC. EVA		3.232	896	943
RENT. ACTIVO	10,12%	11,10%	11,10%	11,10%

Las estrategias de financiamiento están ligadas a la forma como se financia la inversión adicional establecida en la “Inversión de proyectos que brindan mayor rentabilidad” en el tema 3.1.2.3.

En esta tabla se observa que el costo promedio ponderado del capital WACC, permite un mejorar el valor económico agregado EVA® de \$5.384 pasa a \$ 6.326, esto se debe a la disminución de el costo promedio ponderado de la inversión WACC, la inversión adicional se mantiene, lo que se logra es bajar el costo de la nueva inversión a través de captar emisión de valores, el UDIAI se mantiene porque el tiempo de recuperar la inversión hecha debe esperarse para cuando se ponga en marcha la maquinaria y equipo instalados y se pueda producir más cemento, así la inversión rendirá sus frutos.

Para concluir el costo de la nueva inversión se debe decidir con mucha reserva y esperando que el mercado de la construcción siga creciendo en una proporción mayor a la que lo ha hecho en los últimos años para poder tener un rápido retorno de la inversión.

3.1.2.6. Cálculo del VAN y la TIR con el costo promedio del capital ROI del 8,70%.

Para conocer que tan rentable sería este proyecto utilizando el costo de capital del 7,92% y costo del patrimonio del 11%, y el WACC de 8,70% correspondiente a los costos mencionados se tiene la siguiente tabla.

Tabla N° 25

TIR Y VAN. Con bajo costo de la tasa de interés y WACC de 8,70%
Consolidado empresas nacionales (en miles de dólares)

PERIODO	RESULTADO INT. AL 10%	VAN	TIR
	29.235	190.705,78	42%
1	32.159		
2	35.374		
3	38.192		
4	42.803		
5	47.083		
6	51.792		
7	56.971		
8	62.668		
9	68.935		
10	75.828		

Con la tabla presentada se llega a la conclusión que el proyecto es factible se logra un VAN de 190.705,78 y una TIR de 42% para un período de 10 años.

3.2. Rentabilidad, liquidez inversión y financiamiento

Tomando en cuenta que la rentabilidad es la capacidad de generar beneficios sobre una inversión, ya sea comparando el total de los recursos empleados para obtener beneficios económicos, cuyo concepto más amplio se refiere a la generación de valor económico que permite obtener la máxima utilidad con la mínima inversión de los dueños del capital y lograr el mínimo costo de capital, que según Milla Gutiérrez depende de las expectativas de generación de los flujos futuros de caja, durante un período de tiempo determinado por la empresa y cuya rentabilidad supere

la rentabilidad de capital, debido a que los accionistas deben estar satisfechos porque de otra manera la inversión pueden hacerla en otra actividad productiva.

Según la lección 7 de la UNAD (UNIVERSIDAD NACIONAL ABIERTA, 2010) si se disminuye el ciclo de efectivo la empresa puede obtener recursos para financiar el capital de trabajo de la empresa, si aumenta el período mayor será la necesidad de recursos para el capital de trabajo de la empresa, así mientras más rápido es el flujo de pagos y disminuya el flujo de salida la empresa se beneficia, para ello debe negociar con los proveedores, así el tiempo será suficiente para recuperar los créditos y beneficiarse de los recursos que pueda mantener la empresa, siempre y cuando esto no afecte la posición crediticia de la empresa frente a sus proveedores.

Esta estrategia permite tener liquidez, porque la empresa puede financiarse de esta manera, teniendo ciclos de conversión de efectivo positivos que podrían ser permanentes.

Esta estrategia funciona aplicando algunas estrategias como:

“Rotar el inventario tan rápido como sea posible sin faltantes que ocasionen pérdidas en las ventas.

Cobrar las cuentas por cobrar tan rápido como sea posible sin perder ventas debido a técnicas de cobranzas muy agresivas.

Administrar el tiempo de envío, procesamiento y compensación para reducirlos, al cobrar al cliente, y aumentarlos, para los proveedores.

Pagar las cuentas por pagar lo más lentamente posible sin perjudicar la calificación de crédito de la empresa.” (UNIVERSIDAD NACIONAL ABIERTA, 2010).

Vender activos improductivos o que no generan suficiente valor económico agregado.

Y todas las otras estrategias planteadas, llevan a la explicación de las estrategias ya planteadas en las que se incluyen:

3.2.1. De inversión

Tener una mejor oportunidad de invertir es importante ya que en el negocio de las cementeras del país es necesario que existe mucha competitividad debido al crecimiento de la industria de la construcción tanto en el ámbito de lo público como de lo privado, razón substancial para tener que tomar la mejor decisión en las posibles inversiones porque los productos que ofrecen son similares y debido a esto los precios no pueden subir a su antojo, el mercado obliga a las empresas a mejorar la producción, ofertar nuevos derivados pero éste define la demanda y por supuesto entre las empresas la competencia es fuerte por lo tanto la oferta debe ser cada vez mejor.

En la tabla 11 de HOLCIM Ecuador S.A., y en las tablas 16, 18, 20 y 22 se aplican estrategias de inversión para las empresas nacionales consolidadas, por diversos motivos como: inversiones en proyectos que generan mayor rentabilidad que el capital promedio ponderado WACC, inversión en proyectos que generen mayor rentabilidad, incrementando el apalancamiento financiero en dos opciones en las cuales una tiene un menor costo de capital y genera mayor EVA®,

3.2.2. De financiamiento

Para mejorar el EVA®, una de las estrategias puede ser buscar fuentes de financiamiento en el sistema financiero y puede ser en el sector bancario, luego de que ya se ha agotado el financiamiento que se pudo obtener de los proveedores, además de que el monto requerido para la inversión de una tercera línea del molino de clinker para disminuir la demanda de materia importada y bajar costos, el monto es de \$ 100.710.879,11, adicionalmente se quiere probar un cambio en la conformación del pasivo y patrimonio, básicamente es importante saber que sucede con el costo de financiamiento, en términos generales todas las estrategias propuestas en las que existe inversión se hacen con financiamiento.

“El costo de capital es la tasa de rendimiento que debe obtener la empresa sobre sus inversiones para que su valor en el mercado permanezca inalterado, teniendo en cuenta que este costo es también la tasa de descuento de las utilidades empresariales futuras, es por ello que el administrador de las finanzas empresariales debe proveerse de las herramientas necesarias para tomar las decisiones sobre las inversiones a realizar y por ende las que más le convengan a la organización.

En el estudio del costo de capital se tiene como base las fuentes específicas de capital para buscar los insumos fundamentales para determinar el costo total de capital de la empresa, estas fuentes deben ser de largo plazo, ya que estas son las que otorgan un financiamiento permanente.” (Gómez, 2001).

Por lo expuesto anteriormente, se puede apreciar claramente que todo capital tiene su costo y que depende del grado de riesgo la capacidad del administrador financiero o del equipo que toma decisiones, del giro del negocio y en base a sus conocimientos, experiencia y la observación del mercado de capitales se determinará que debe hacerse para captarlo y emprender en un negocio.

El capital que se invierte en una empresa está conformado por todos los activos y tienen un costo debido a que son recursos provenientes del sistema financiero y de los aportes de los accionistas, sin embargo en los dos casos el capital tiene un costo, ya sea el determinado por el sistema financiero, esto es oferta y demanda o el esperado por los dueños del capital y aportado en el negocio, además el hecho de que todo capital tiene un riesgo indistintamente de la actividad en la que se invierta, determina un costo adicional a toda inversión y mientras mayor sea el riesgo mayor será su costo, a todo lo anterior se suman las imposiciones tributarias.

Las fuentes principales de recursos a largo plazo son el endeudamiento, la emisión de acciones, las utilidades retenidas, pero se debe tomar en cuenta que cada tipo de recursos tiene un costo distinto y la suma de todos los costos de los recursos determinarán el costo total del capital.

El endeudamiento a largo plazo tiene componentes como: la tasa de interés anual y la amortización de descuentos y primas pagados por la deuda contraída, éste costo se determina por la tasa interna de rendimiento de los flujos de caja relacionados con la deuda, es el porcentaje anual de la deuda antes de impuestos.

El costo de acciones, si son preferentes el costo es el dividendo anual para el producto neto de la venta de la acción.

Si son acciones comunes es la tasa de los dividendos futuros a la cual se descuentan para convertirlos a valor presente.

El costo de las utilidades retenidas es el costo de oportunidad de los dividendos cedidos a los accionistas comunes existentes.

Para determinar el costo total del capital aportado se debe encontrar el costo promedio ponderado del capital utilizado tomando como base los costos históricos o marginales.

A continuación se encuentra la figura de la determinación de las necesidades de capital.



Figura N° 1

Determinación de las necesidades financieras de una empresa

3.3. Identificación de la capacidad de generación de utilidades y valor económico agregado de las empresas del sector cementero con un ejemplo

Si el uso del EVA®, según algunos expertos tiene limitaciones ya que su análisis se basa en la generación de utilidades o beneficios, sin embargo la generación de valor no solo se basa en la obtención de utilidades sino también en la disponibilidad de efectivos, quizá un análisis más objetivo según la metodología que utilizan consultores europeos determinan a partir de los niveles de efectivo que generan o demandan las actividades de un negocio y luego de esos resultados pueden afirmar si existe o no creación de valor en este caso el indicador de esta metodología se denomina Valor del Flujo de Efectivo Agregado (CVA)

Se debe recordar que la rentabilidad y la creación de valor de un negocio están en función de los siguientes elementos: fondos invertidos, flujos de efectivo operativos, vida económica de las inversiones, y costos de capital.

Un modelo que intente evaluar el potencial de generación de valor en una empresa debe considerar los elementos mencionados en el párrafo anterior, de lo contrario estaría analizándose la situación de la empresa de manera incompleta e incorrecta.

En las tablas que se presentan a continuación utilizando los balances consolidados de las empresas nacionales para el año 2012 se puede observar que un incremento en las ventas del 23%, considerando que los costos no se incrementan debido a un mejor manejo de la planta y equipo la UDIAI se incrementa en 124%, en la aplicación del EVA® la situación es similar después de haber obtenido un EVA® negativo éste mejora y se incrementa en 189%.

Observadas así las situaciones se puede inferir que la posibilidad de generar más utilidades e incremento del EVA® son bastante buenas.

Tabla N° 26

Cálculo del UDIAI con datos del Balance de 2012. Consolidado empresas nacionales
(en miles de dólares)

Ingresos operacionales	102.096
Costo de ventas	73.549
	28.5467
Gastos Adm. y Venta	9.595
	18.952
Impuesto sobre Utilidad Operativa	1.288
UDIAI	17.664

Tabla N° 27

Cálculo del UDIAI con incremento en ventas de 23%. Consolidado empresas nacionales (en miles de dólares)

Ingresos operacionales	124.062
Costo de ventas	73.540
MARGEN BRUTO	50.513
Gastos adm. y Venta	9.595
UTILIDAD OPERATIVA	40.919
Imp. sobre UO	1.288
UDIAI	39.631

3.4. Determinación de beneficios

Los beneficios de la aplicación del EVA® son varios entre ellos: la transformación de las utilidades contables en un índice de carácter económico, su análisis se hace a partir de la actividad operativa de la empresa, se deben hacer ajustes a las ganancias contables y acercar a los resultados económicos, la gerencia debe presentar todas las acciones que debe tomar para lograr obtener el EVA®.

Para la aplicación del EVA®, es necesario que existan decisiones claras, se planteen estrategias, se asigne capital, se prevea el precio de las compras, se fijen metas anuales, se debe llegar a tomar en cuenta las decisiones diarias.

Para lograr que exista EVA® y que este sea cada vez mayor se debe: incrementar el rendimiento de los activos, invertir mayor capital e incrementar la eficacia del capital.

Precisamente en este proyecto las estrategias propuestas cubren los planteamientos explicados en los párrafos anteriores, adicionalmente de su aplicación se puede deducir que el rendimiento del EVA® se logra mejorar y que en las empresas de capital nacional éstos incrementos son menores que los de la empresa de capital multinacional HOLCIM Ecuador S.A., que se tomó para hacer benchmarking, precisamente debido el tamaño de sus capitales hace que la proporción en que mejoran sea totalmente diferente, pero es evidente que existen beneficios importantes como resultado de tener claras las decisiones que deben tomar y el control sobre actividades que se debe mantener para lograr incrementar el EVA® y para que los accionistas satisfagan sus requerimientos.

En un ambiente cada vez más competitivo en el que las empresas multinacionales buscan países en donde sus rendimientos sean mayores, debido a que los mercados son impredecibles, los altos riesgos que corre el capital, la necesidad de rentabilidad y la creación de valor, exigen una rápida rotación de los activos, y alta movilidad de factores productivos para poder alcanzar los resultados esperados, en un situación que cambia constantemente. (Lefcovich, 2005)

En las aplicaciones de las distintas estrategias se puede observar que los objetivos propuestos se cumplen, sin embargo existe diferencia en el incremento del EVA® entre las empresas de capitales de origen nacional y de las empresas de capital extranjero debido a que sus capitales son mayores.

CAPITULO IV

4. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

4.1. Conclusiones

En este proyecto es muy importante considerar las decisiones que toman los gerentes financieros debido a que de éstas dependen sus rendimientos y la creación de valor.

El marco conceptual utilizado permite la aplicación de las distintas estrategias utilizadas se justifiquen debido a que la teoría y la práctica permiten que al usarlas den los resultados que se esperan de las estrategias propuestas.

En la aplicación de estrategias propuestas para las empresas de capital nacional y la de capital de origen extranjero de acuerdo a sus peculiaridades se utilizaron las estrategias, así se pueden observar las grandes diferencias debido a los montos de inversiones que a pesar de que las empresas nacionales se consolidaron, no son comparables HOLCIM Ecuador S.A., supera la inversión en cuatro veces.

Las estrategias propuestas de las empresas nacionales generan valores positivos en sus aplicaciones y en especial para el incremento del EVA®, cuyo objetivo se plantea como el fundamental.

A pesar de todos los cambios que se han dado en la estructura de las empresas de igual forma los valores resultantes de las estrategias son positivos lo que significaría que se deben aplicar las estrategias planteadas.

Tanto en las estrategias de rentabilidad, liquidez, inversión y financiamiento las aplicaciones permiten tener una clara demostración de que sus expectativas son beneficiosas para los objetivos planteados.

Se pueden identificar variables importantes para cumplir con el objetivo de incrementar el valor de la empresa, como: Ventas, Costo de Ventas, Utilidad Operativa, Utilidad Después de Intereses y Antes de Impuestos, Pasivos y Patrimonio.

En el caso del Pasivo y Patrimonio depende de la estructura de las dos cuentas cuál va a ser el aporte a la generación de EVA®, porque al cambiar la estructura la rentabilidad de la inversión (ROI) varía y el costo promedio ponderado del capital (WACC) también, es decir de las posibles previsiones para la estructura de las inversiones y de cómo se financiarán dependen los resultados de las estrategias propuestas.

Las aplicaciones de las estrategias están basadas en hechos sucedidos y previstos por las empresas de las que se han elaborado las propuestas de estrategias.

Se utilizó la empresa multinacional HOLCIM Ecuador S.A., se utilizó para aplicar la técnica de Benchmarking debido a que es la líder a nivel mundial y se encuentra en el país, sabe utilizar muy bien sus inversiones, conoce mucho el mercado en el cual se maneja dentro y fuera del país y la adquisición de las materias primas lo hace buscando que el costo sea el menor y continuamente está incrementando sus inversiones en planta y equipo y se deshace de activos improductivos cuando debe hacerlo.

4.2. Recomendaciones

Las empresas de capital de origen nacional para aplicar las estrategias las deben ser muy organizadas y tomar decisiones oportunas en cuanto a sus actividades productivas, de igual forma en el desarrollo administrativo y contable, lo que permitirá que se vuelvan más competitivas.

Que se apliquen las estrategias propuestas ya que permiten el incremento del EVA® y los beneficios esperados para los dueños de capital, lo que implica el crecimiento de las empresas de capital de origen nacional.

BIBLIOGRAFIA

- Acuña, G. (03 de 2001). *Gestiopolis*. Obtenido de <http://www.gestiopolis.com/canales/financiera/articulos/no%208/Eva1.htm>
- Amat, O. (1999). *EVA valor económico agregado*. Barcelona: Norma.
- BCE. (s.f.). *BANCO CENTRAL DEL ECUADOR*. Obtenido de www.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/.../come64pdf
- Dodd, J., & Chen, S. (1966). EVA: a new panacea. *Business and Economic Review*, 26-28. Obtenido de <http://www.gestiopolis.com/recursos/documentos/fulldocs/ger/EVAhptdg2-1.htm>
- Drucker, P. (1963). La Gerencia Efectiva. *Harvard Business Review*.
- Economía, D. (16 de 11 de 2010). *ZONA ECONOMICA*. Obtenido de <http://www.zonaeconomica.com/definicion/competitividad>
- EKOS NEGOCIOS. (s.f.). *EKOS NEGOCIOS*. Obtenido de www.ekonegocios.com/negocios/verArticuloContenido.aspx?idArt
- EPCE. (s.f.). *Empresa Pública Cementera del Ecuador*. Obtenido de www.epce.gob.ec
- Gómez, G. (2001). El costo de capital y sus implicaciones empresariales frente a la inversión. GESTIOPOLIS.
- Lefcovich, M. (17 de 02 de 2005). *EVA para obtener resultados y administrarlos*. Obtenido de GESTIOPOLIS: <http://www.gestiopolis.com/eva-obtener-resultadis-administrativos/>
- Marshall, A. (1890). *Principios de Economía*.
- Milla Gutiérrez, A. (2010). *Creación de Valor para el Accionista*. Madrid - Buenos Aires - México, D.F. - Bogotá: Diaz de Santos.
- Noboa, F. (2006). *Creación y captura de valor*. Quito: Pontificia Universidad Católica del Ecuador.
- Ortiz Gómez, A. (2005). *Gerencia Financiera y Diagnóstico Estratégico*.
- Ramos Chagona, E. (01 de 07 de 2008). Obtenido de <http://www.gestiopolis.com/economia/metodos-y-tecnicas-de-investigacion.htm> 30/0472012

- Rojas, E. J. (Mayo de 2002). *SERIE GESTION*. (D. d. Chile, Productor) Obtenido de <http://www.dii.uchile.cl/~ceges/publicaciones/ceges35.pdf>
- Ronda Pupo, G. A. (03 de 2002). *Gestiopolis*. Obtenido de <http://www.gestiopolis.com/canales/gerencial/articulos/34/estrategia.htm>
- Smolje, A. (2003). E.V.A®.: Claves para su aplicación. *XXVI Congreso Argentino de Profesores de Costos I.A.P.CO*, (pág. 23). La Plata.
- Universidad Nacional Abierta. (2010). *CICLO DE CONVERSIÓN DE EFECTIVO*.
WikipediA. (08 de 03 de 2015). Obtenido de <http://es.wikipedia.org/wiki/Estrategia>
- Acuña, G. (03 de 2001). *Gestiopolis*. Obtenido de <http://www.gestiopolis.com/canales/financiera/articulos/no%208/Eva1.htm>
- Amat, O. (1999). *EVA valor económico agregado*. Barcelona: Norma.
- Barajas Noboa, A. (s.f.). *Finanzas para no Financistas*.
- BCE. (01 de 2014). *BANCO CENTRAL DEL ECUADOR*. Recuperado el 15 de 01 de 2014, de <http://www.bce.fin.ec/index.php/indicadores-economicos>
- Carrió Pistum, G. (2009). *"Ratios o indices" Una introducción a su análisis*.
Montevideo: CETP.
- Dodd, J., & Chen, S. (1966). EVA: a new panacea. *Business and Economic Review*, 26-28. Obtenido de <http://www.gestiopolis.com/recursos/documentos/fulldocs/ger/EVAhptdg2-1.htm>
- Drucker, P. (1963). La Gerencia Efectiva. *Harvard Business Review*.
- EKOS Negocios. (s.f.). Cemento ¿Oligopolio? *EKOS NEGOCIOS*, 22-23.
- EL UNIVERSO. (s.f.). *América Economía*. Recuperado el 17 de 05 de 2013, de <http://www.americaeconomia.com/negocios-industrias/sector-de-la-construccion-en-ecuador-tuvo-el-mayor-repunte-economico-en-nueve-an>

- EPCE. (2010). *Empresa Cementera Publica del Ecuador*. Recuperado el 07 de 10 de 2012, de www.epce.gob.ec
- EPCE. (2011). *Informe de Resultados de Gestion correspondiente al cuarto semestre*. Quito.
- FCCA. (s.f.). Analisis Financiero "Valor Economico Agregado" . *facultad de contaduria y Ciencias Economicas, Universidad Michoacana de San Nicolás Hidalgo*.
- Gamboa Velásquez, R. (1991). *Curso Básico de Administración de Empresas*. Barcelona, España: NORMA.
- Hernández, J. d. (2005). *Mercadotecnia Global*. Recuperado el 31 de 01 de 2013, de http://www.mktglobal.iteso.mx/index.php?option=com_content&view=article&id=294&Itemid=121%20,
- INECYC. (01 de 2011). *Instituto Ecuatoriano del Cemento y el Concreto*. Obtenido de www.inecyc.com
- KPMG Auditores Consultores. (2006). *RIESGO OPERACIONAL.COM*. Recuperado el 25 de 05 de 2013, de www.riesgooperacional.com/docs/19%20ERM%20Paper.pdf
- LAFARGE. (2010). *INFORME DE SOSTENIBILIDAD 2008-2010*. Recuperado el 06 de 01 de 2013, de http://www.lafarge.com.es/Lafarge_sostenibilidadVF.pdf
- León García, O. (s.f.). *Oscar León García & Asociados*. Recuperado el 30 de 11 de 2013, de www.oscarleongarcia.com
- Marshall, A. (1890). *Principios de Economía*.
- Milla Gutiérrez, A. (2010). *Creación de Valor para el Accionista*. Madrid - Buenos Aires - México, D.F. - Bogotá: Diaz de Santos.
- Noboa, F. (2006). *Creación y captura de valor*. Quito: Pontificia Universidad Católica del Ecuador.

Ramos Chagona, E. (01 de 07 de 2008). Obtenido de

<http://www.gestiopolis.com/economia/metodos-y-tecnicas-de-investigacion.htm> 30/0472012

REUTERS. (29 de 02 de 2012). *ALTO NIVEL*.

Rodríguez Sandías, A., Fernández López, S., & Otero González, L. (2007). Según:

Alfonso Rodríguez Sandiás, Sara Fernández López y Luis. *Publicación Grupo Valoración Financiera Aplicada - Universidad de Santiago de Compostela*, 58-68.

Smolje, A. (2003). E.V.A®.: Claves para su aplicación. *XXVI Congreso Argentino de Profesores de Costos I.A.P.CO*, (pág. 23). La Plata.

STOXX Europe 600. (s.f.). Recuperado el 03 de 01 de 2013, de STOXX:

http://www.stoxx.com/indices/index_information.html?symbol=SXXP

Van de Velde, H. (07 de 2004). *Centro Cultural Poveda*. Recuperado el 20 de 10 de

2013, de http://centropoveda.org/IMG/pdf/Planificacion_estراتيجية.pdf

Váquiro , J. D. (23 de 02 de 2010). *PYMES FUTURO*. Recuperado el 30 de 11 de

2013, de <http://www.pymesfuturo.com/Gao.htm>

Vernon. (1966).

GLOSARIO

EVA = Valor Económico Agregado

EBITDA = *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*
(beneficio antes de intereses, depreciaciones y amortizaciones)

FCA = Flujos De Caja Del Accionista

UDIAI = Utilidad Después de Intereses y Antes de Impuestos

UODI = Beneficio operativo después de Impuestos (Net Operating Profit After Taxes)

ROE = Rentabilidad de los Recursos Propios (Cociente entre el Beneficio Neto y el volumen de los Fondos Propios asignados por la firma)

ROI = Rentabilidad de la Inversión

ROIC = Retorno del Capital Invertido o BAIDT

TIR = Tasa Interna de Retorno

UAII = Utilidad antes de Intereses e Impuestos o BAII

UO = Utilidad Operacional

VAN = Valor Actual Neto

WACC = Costo del Capital (Costo Promedio Ponderado del Capital CPPC)